

## LA GESTION DE LA DEUDA MUNDIAL. UNA EVALUACION PROVISIONAL (\*)

El problema de la deuda mundial constituye hoy, tras los incumplimientos acaecidos en 1981 y 1982, una permanente inquietud para los países deudores, para el sistema financiero internacional y para los países industrializados: para los países deudores, porque comprime su capacidad de crecimiento y agudiza las tensiones políticas; para el sistema financiero, porque el volumen de riesgos amenaza el equilibrio patrimonial de muchos de los grandes bancos y puede afectar, negativamente, al mercado internacional de capitales; para los propios países industrializados, porque reduce sus exportaciones y debilita el comercio mundial. En el presente artículo, **William R. Cline** analiza los diferentes aspectos del tema, indica que, a su entender, se trata de un problema de liquidez y no de falta de solvencia, pondera la viabilidad de las medidas actuales, basadas en la refinanciación individual, y estudia la evolución previsible del problema.

**H**AN transcurrido más de dieciocho meses desde que Méjico suspendió temporalmente el pago de su deuda exterior, de 80.000 millones de dólares, señalando el comienzo de la primera crisis grave que se produce en la deuda internacional en el período de la posguerra. En ese tiempo, más de treinta países han tenido perturbaciones en el servicio de su deuda, y se han reprogramado vencimientos por valor de unos 100.000 millones de dólares. Es un momento oportuno para decidir si lo peor de la crisis ya está superado, o si, por el contrario, hay que esperar perturbaciones todavía más graves en el futuro.

Hasta ahora, la comunidad financiera internacional ha respondido con energía a la crisis

de la deuda. Bancos centrales, el Tesoro de los Estados Unidos, el Fondo Monetario Internacional, el Banco de Pagos Internacionales, los organismos nacionales de crédito a la exportación y las instituciones multilaterales de crédito han aportado financiación oficial a los programas colectivos de salvamento financiero. La banca privada, con algunas excepciones, ha colaborado concediendo conjuntamente nuevos créditos en lugar de retirarse individualmente. Casi todos los países deudores han desempeñado su papel y adoptado programas de reajuste. Con esa estrategia, aunque haya sido casuística, se han evitado incumplimientos o cancelaciones parciales importantes. El interrogante básico es si la estrategia actual seguirá funcionando en el futuro.

### LOS ORIGENES Y EL RIESGO DEL SISTEMA

Las causas del problema de endeudamiento son relativamente bien conocidas. En él han tenido parte tanto los fenómenos exteriores como las políticas interiores. Los fenómenos de los precios del petróleo, en 1974 y 1980-1981, añadieron un total acumulado de 260.000 millones de dólares a los costos de importación de los países importadores de petróleo, entre 1973 y 1982, sobre lo que se habría pagado únicamente con que los precios del petróleo hubieran sido proporcionales a la inflación general. En 1981-1982, y en gran medida como resultado de la aplicación en Estados Unidos de políticas monetarias y fiscales discordantes, los tipos de interés fueron extraordinariamente elevados, lo que añadió unos 40.000 millones de dólares a los costos del servicio de la deuda de los países en desarrollo no productores de petróleo, por encima de la carga de intereses que hubiera cabido esperar conforme a los tipos de interés reales de épocas anteriores. Se calcula que la recesión mundial de 1981-1982, la más grave experimentada desde la Gran Depresión, les ha costado a esos países unos 100.000 millones de dólares en ingresos de exportación perdidos, como consecuencia del descenso de los precios reales y del volumen de lo exportado. En conjunto, se puede atribuir a los fenómenos externos un aumento de unos 400.000 millones de dólares de los déficits exteriores entre 1973 y 1982, es decir, la parte más importante de los 500.000 millones de dólares en que se ha acrecentado la deuda de los países en desarrollo no

productores de petróleo durante ese tiempo.

A lo largo del decenio de 1970 el crecimiento de la deuda estuvo sostenido por un crecimiento de las exportaciones. La recesión mundial de 1981-82 dio al traste con la sostenibilidad de ese proceso: los altos tipos de interés reales hicieron que resultara costosa la deuda adquirida, básicamente a tipos flotantes con los tipos internacionales de interés (LIBOR), durante el decenio de 1970, cuando era frecuente que la inflación sobrepasara los tipos de interés. Además, el derrumbamiento de las exportaciones, por efecto de la recesión, determinó que la base de exportación quedara muy rezagada con respecto al crecimiento de la deuda.

Un indicador sumario de la sostenibilidad de la deuda es la relación entre el tipo de interés y la tasa de crecimiento de las exportaciones. Debido a los intereses aplicados a la deuda anterior, el nivel de endeudamiento tiende a crecer al mismo ritmo que el tipo de interés. Si el comercio exterior está equilibrado, las exportaciones tienden a crecer a ese ritmo o más para compensar el crecimiento de la deuda. Entre 1973 y 1980 el valor de las exportaciones de los países en desarrollo experimentó un crecimiento del 21 por 100 anual, en tanto que los tipos de interés internacionales fueron, por término medio, del 10 por 100 aproximadamente. Pero en 1981-1982 las exportaciones sólo crecieron en un 1 por 100 (y llegaron a decrecer en 1982), mientras que el tipo de interés se situaba, por término medio, en el 16 por 100. Estas cifras ponen de manifiesto que la causa de la crisis no eran meros reveses psicológicos

en los mercados de crédito; también se había deteriorado la solvencia crediticia subyacente. Al mismo tiempo, este diagnóstico entraña una consecuencia favorable: del mismo modo que una parte considerable del deterioro de la capacidad de servicio de la deuda se debe a la recesión mundial y a los altos tipos de interés, con la vuelta cíclica al crecimiento mundial y el descenso, en su momento, de los tipos de interés reales a niveles más normales cabe esperar una importante mejora de la solvencia crediticia.

Si bien es cierto que los fenómenos externos precipitaron el desajuste de la deuda, y quizá desempeñaron el papel decisivo en el problema del endeudamiento, también lo es que las políticas económicas nacionales han contribuido a agravarlo, al menos en varios casos importantes. Los países de Asia Oriental, que mantenían una política de exportación más dinámica, han logrado eludir las interrupciones en el servicio de la deuda, e incluso en América Latina la política prudente de Colombia le ha permitido esquivar los problemas de la deuda que ha sufrido casi todo el resto de la región. La conjunción de altos niveles de gasto, de crecimiento y de obtención de préstamos significó que incluso algunos de los grandes exportadores de petróleo tuvieran problemas de deuda al debilitarse el mercado del petróleo; una política más cautelosa hubiera podido destinar a reservas una proporción mayor de los ingresos obtenidos de la bonanza de ese mercado en el decenio de 1970. La fuga de capitales ha sido el reflejo más llamativo de las deformaciones de la política interior. Quizá un tercio de la deuda ex-

terna de Argentina y Venezuela, y un quinto de la de Méjico, tenga su origen en la fuga de capitales privados. El éxodo del capital se ha visto alentado por unos tipos de cambio casi siempre sobrevalorados, pero libremente convertibles, y por unos tipos internos de interés insuficientes.

Los bancos extranjeros facilitaron la gran acumulación de la deuda en el decenio de 1970. En aquel momento, su participación masiva en la concesión de créditos a los países en desarrollo pareció una señal de madurez de los mercados internacionales de capital y una respuesta del sector privado a la incapacidad del sector público para movilizar una financiación proporcionada a las necesidades impuestas por la conmoción del petróleo. Pero pocos banqueros, economistas o políticos preveían entonces la segunda conmoción del petróleo ni la grave recesión de 1981-82, que había de convertir retroactivamente los préstamos del decenio de 1970 en una carga de la deuda excesiva.

Al estallar la crisis en 1982, se vio con toda claridad que la interdependencia financiera funcionaba en ambos sentidos. La congelación temporal de nuevos préstamos bancarios a los países en dificultades acarrió perturbaciones en materia de deuda y la necesidad de adoptar dolorosos programas de reajuste. Pero también puso de relieve cuán vulnerables habían llegado a ser los países industrializados con respecto a la deuda de los países en desarrollo, debido al alto grado de riesgo de los bancos occidentales. Los nueve mayores bancos de los Estados Unidos tenían préstamos pendientes con países en

desarrollo y de Europa Oriental equivalentes a un 280 por 100 de su capital propio. Hubiera bastado con que más de un tercio de esa deuda se considerase incobrable y se renunciase a ella para que esos bancos cayeran en la quiebra técnica. Sólo en Brasil dos de los mayores bancos norteamericanos habían prestado fondos equivalentes a tres cuartas partes de su capital. Aun contando con que lo asignado a la cuenta de pérdidas fuera sólo una parte de esos fondos (excluido un repudio total), y con la actuación casi segura de los bancos centrales para paliar las consecuencias económicas, posiblemente gravísimas, de grandes incumplimientos, la amenaza posible que la crisis de la deuda encerraba para las estructuras financieras y las economías occidentales era grave. Así, por ejemplo, la cancelación por incobrable del principal y los intereses de un año respecto de Argentina, Brasil y México eliminaría las utilidades y una tercera parte del capital de los nueve mayores bancos de los Estados Unidos. De la disminución del capital se seguirían fuertes presiones para reducir el total de préstamos, incluidos los préstamos en el propio país de los bancos, a fin de mantener una relación capital-préstamos aceptable. Ello tendría por efecto una recesión, pero a la vez podrían darse consecuencias inflacionarias si los impagos extranjeros impulsaran a los bancos centrales a inyectar fondos en los bancos afectados, lo que posiblemente ampliaría la base monetaria. Por otra parte, no es sólo la gran banca la afectada: aunque se excluyan los nueve principales, otros bancos estadounidenses tienen préstamos pendientes de pago conce-

dados a países en desarrollo y de Europa Oriental por un 114 por 100 de su capital.

## **PERSPECTIVAS DE LA DEUDA**

Es fundamental saber si la crisis de la deuda representa un problema transitorio de falta de liquidez o un problema de insolvencia permanente. Se trata de una distinción que es indispensable hacer, aunque si se aplica a un país en lugar de a una empresa resulte más metafórica que exacta. El país será insolvente si, atendidas todas las previsiones verosímiles de la marcha de su comercio exterior y de la disponibilidad de créditos, no se descubre ninguna posibilidad de que pueda servir su deuda. Carece de liquidez si las medidas de reajuste y los cambios probables en la situación internacional pueden reducir sus déficits exteriores a magnitudes manejables con un volumen razonable de financiación externa. Hasta ahora, los principales actores del sistema financiero internacional han venido tratando el problema de la deuda como un problema de falta de liquidez, no de insolvencia, y han concedido nuevos créditos para ayudar a los países afectados a superar unas dificultades que se consideran transitorias, en lugar de pasar su deuda, total o parcialmente, a la cuenta de pérdidas, como hubiera sido de rigor ante un diagnóstico de insolvencia fundamental.

Para dilucidar la cuestión de falta de liquidez frente a insolvencia, he preparado un modelo analítico en el que se proyecta la balanza de pagos y la

deuda de los 19 países que encabezan la lista de deudores hasta 1986 incluido (1). En este modelo (cuadro n.º 1) se prevé un incremento del 3 por 100 en el volumen de las exportaciones por cada nuevo punto adicional de porcentaje de crecimiento de la OCDE (aunque, debido a que las exportaciones, de hecho, disminuyen con un crecimiento cero de la OCDE, el promedio de elasticidad o grado de capacidad de reacción de las exportaciones es sólo del 2 por 100 por cada 1 por 100 de crecimiento de la OCDE). Los precios de las exportaciones también reaccionan a la recuperación internacional, según la composición de las exportaciones de cada país, estimada conforme a la experiencia de los dos últimos decenios. Las importaciones reaccionan al crecimiento interno de cada país, pues aumentan en proporción al PNB, y además aumentan en un 3 por 100 por cada 1 por 100 que aumenta el ritmo de crecimiento durante el año anterior (porque la evolución de las importaciones reacciona de modo más que proporcional al crecimiento interno cíclico). Las importaciones de mercancías distintas del petróleo descienden en un 0,6 por 100 cuando se produce una devaluación real del 1 por 100, que hace que las exportaciones crezcan en un 0,5 por 100. Los pagos de intereses dependen de los tipos internacionales de interés (LIBOR).

Los precios de las mercancías exportadas dependen de la inflación de la OCDE, estimada en un 5 por 100 anual por término medio. Se supone además que sus precios en dólares suben en un 1 por 100 por cada 1 por 100 de depreciación del dólar con respecto a las otras

monedas importantes (de otro modo, el precio real de los productos básicos y las manufacturas, en términos de la capacidad adquisitiva internacional, cambiaría tan sólo con que cambiara el cambio del dólar frente al yen o al marco, por ejemplo) (2). La fortaleza del dólar ha constituido un problema particular en 1981-1983, porque su alza ha hecho bajar los precios en dólares de los productos básicos, lo cual ha debilitado el respaldo de los ingresos en dólares de la exportación en relación con la deuda denomina-

da en dólares. Por último, los valores del comercio de petróleo dependen del precio de éste.

Los supuestos que sirvieron de punto de partida a las estimaciones, llevadas a cabo a mediados de 1983, eran los siguientes: que el crecimiento de la OCDE sería, por término medio, del 1,5 por 100 en 1983 y del 3 por 100 en lo sucesivo; que el LIBOR descendería a un 8 por 100 para 1986; que el precio del petróleo se mantendría en 29 dólares el barril hasta 1986, y que el dólar se depreciaría en

un 5 por 100 en 1983 y en un nuevo 10 por 100 en 1984. Se suponía que el crecimiento interno de los países deudores tendría una tendencia a subir del 2,5 por 100 al 4,5 por 100 a lo largo del período estudiado (con algunas excepciones importantes), y se tuvieron en cuenta casos de grandes devaluaciones. Sobre estos supuestos, la relación de deuda neta (deducidas las reservas) a exportaciones mejora de un 187 por 100 en 1982 a un 162 por 100 en 1986 respecto de los 19 países más endeudados como

CUADRO N.º 1

PROYECCIONES DE BALANZA DE PAGOS Y DEUDA, HIPOTESIS, 1982-1986

(Millones de dólares y relaciones)

	1982	1983	1984	1985	1986
<b>Importadores de petróleo</b>					
Exportaciones .....	110.536	125.243	158.805	179.936	199.758
Importaciones .....	- 125.552	- 135.360	- 159.308	- 174.566	- 194.848
(Petróleo) .....	- 34.499	- 29.426	- 29.426	- 29.426	- 34.499
Intereses .....	- 29.464	- 29.256	- 30.058	- 29.591	- 30.187
Cuenta corriente .....	- 35.451	- 30.890	- 20.207	- 12.564	- 12.626
Deuda .....	- 299.377	327.595	346.638	355.816	365.535
Deuda neta/exportaciones .....	1,94	1,88	1,55	1,40	1,28
Servicio de la deuda/exportaciones .....	0,39	0,38	0,32	0,28	0,26
<b>Exportadores de petróleo</b>					
Exportaciones .....	76.300	69.783	74.836	78.072	89.813
(Petróleo) .....	59.140	50.443	50.445	50.443	59.140
Importaciones .....	- 64.756	- 66.835	- 84.013	- 92.747	- 101.070
Intereses .....	- 15.423	- 16.520	- 16.886	- 18.305	- 21.284
Cuenta corriente .....	- 20.989	- 19.711	- 33.973	- 40.933	- 40.674
Deuda .....	184.778	201.558	234.702	272.769	310.119
Deuda neta/exportaciones .....	1,77	2,04	2,13	2,35	2,36
Servicio de la deuda/exportaciones .....	0,34	0,40	0,38	0,40	0,41
<b>Total, 19 países</b>					
Exportaciones .....	186.836	195.026	233.642	258.008	289.571
Importaciones .....	- 190.308	- 202.195	- 243.321	- 267.314	- 295.918
Intereses .....	- 44.887	- 45.775	- 46.944	- 47.896	- 51.471
Cuenta corriente .....	- 56.440	- 50.602	- 54.181	- 53.498	- 53.300
Deuda .....	484.155	529.153	581.340	628.585	675.654
Deuda neta/exportaciones .....	1,87	1,94	1,74	1,70	1,62
Servicio de la deuda/exportaciones .....	0,37	0,38	0,34	0,32	0,30

Fuente: Cálculos del autor.

un todo (cuadro n.º 1). Respecto de los países importadores de petróleo, la mejoría es más acusada, de un 194 por 100 a un 128 por 100. Como se supone que el precio de los crudos se mantiene estable, los exportadores de petróleo presentan un cierto deterioro, pero a partir de una base relativamente favorable.

En cuanto a los principales deudores, las proyecciones básicas muestran grandes mejoras, con descensos de la relación deuda-exportaciones de un 380 por 100 en 1982 a un 200 por 100 en 1986 respecto de Brasil, de un 275 por 100 a un 230 por 100 respecto de Méjico, y de un 370 por 100 a un 180 por 100 respecto de Argentina. Los únicos casos importantes de deterioro son los de Venezuela y algunos otros exportadores de petróleo; pero en 1983 Venezuela ha demostrado una capacidad imprevista para reducir notablemente sus importaciones, lo cual sugiere que en el futuro su balanza de pagos puede ser mucho más favorable que en las proyecciones del modelo. Además de la relación deuda-exportaciones, también resulta positiva la comparación de los tipos de interés con los índices de crecimiento de las exportaciones, pues los países importadores de petróleo experimentan, por término medio, un crecimiento de sus exportaciones del 16 por 100 hasta 1986 incluido, pero arrostran tipos de interés del orden del 10 por 100 (o más bajos, si se tiene en cuenta el componente oficial de la deuda). El crecimiento real de las exportaciones arroja un promedio del 6 por 100, razonable si se mantiene la recuperación de la OCDE, a la vista de la experiencia pasada.

La conclusión básica que se desprende de estas proyecciones es que el problema de la deuda es, en efecto, un problema de falta de liquidez y no de insolvencia. La recuperación económica internacional impulsa las exportaciones y mejora los indicadores de solvencia crediticia para la mayoría de los países más endeudados. Por lo tanto, la estrategia seguida hasta ahora para resolver el problema —préstamos transitorios en lugar de acciones más drásticas, como sería la cancelación de una parte importante de la deuda, por incobrable— es la adecuada. Otros análisis de proyección han llegado, en general, a la misma conclusión (3).

Esta conclusión positiva está en relación con una marcha satisfactoria de la economía internacional. Si el crecimiento de la OCDE arroja un promedio del 2 por 100 en vez del 3 por 100 en 1984-1986, no mejorará la solvencia crediticia de los países deudores (si bien otros cálculos adicionales indican que con una nueva devaluación real del 10 por 100 esos países podrían compensar los efectos adversos de una reducción de un punto de porcentaje en el crecimiento de la OCDE). Análogamente, una subida de 5 puntos de porcentaje de los tipos de interés anularía toda mejora en las tendencias de la deuda.

## RESULTADOS HASTA LA FECHA

Los resultados obtenidos en materia de balanza de pagos y de la deuda durante 1983 son ya historia. En general, hasta ahora, han sido aún mejores que lo proyectado en el modelo descrito *supra*. Los casos más es-

pectaculares en este sentido se han dado en Méjico y Venezuela. El programa del FMI requería para Méjico un déficit en cuenta corriente (bienes y servicios) de 3.000 millones de dólares; en lugar de eso, Méjico ha contabilizado un superávit en cuenta corriente de 5.600 millones de dólares. El modelo de proyección señalaba para Venezuela un déficit de 4.400 millones de dólares; en su lugar, Venezuela ha alcanzado un superávit de 5.000 millones de dólares. En Brasil se ha superado con creces el objetivo convenido con el FMI de llegar a un superávit de 6.000 millones de dólares en la balanza comercial, y el déficit en cuenta corriente fue de 6.500 millones de dólares en lugar del objetivo oficial de 7.700 millones de dólares. Para los siete mayores deudores, los déficits reales en cuenta corriente han alcanzado en 1983 tan sólo un 40 por 100 de la cifra agregada proyectada en el modelo descrito *supra*. Al menos desde el punto de vista de la balanza exterior, la recuperación de la crisis de la deuda va por delante de lo previsto.

Los éxitos logrados hasta ahora han tenido un alto precio; se han conseguido fundamentalmente por reducción de las importaciones más que por aumento de las exportaciones. Las importaciones de Venezuela descendieron en un 60 por 100 en 1983, las de Méjico llegaron en el mismo año a menos de la mitad de su nivel de 1981. La compresión de las importaciones se ha hecho a costa de una disminución del ingreso interior. Tanto en Méjico como en Brasil, el producto interno bruto descendió aproximadamente en un 4 por 100 en 1983. En el conjunto de América Latina

el descenso del PIB fue del 3,3 por 100. Para 1984 y años sucesivos es indispensable que las exportaciones crezcan más deprisa para financiar la recuperación de las importaciones y la reactivación de las economías nacionales.

La extensión de los reajustes ha sido ya notable. Argentina, Brasil y Méjico han transformado sus balanzas comerciales de un déficit conjunto de 3.000 millones de dólares en 1981 a un superávit conjunto de más de 20.000 millones de dólares en 1983. Para el futuro, el principal requisito será que aumenten simultáneamente las exportaciones y las importaciones, más que acumular nuevos aumentos acusados del superávit comercial (aunque en el caso de Brasil éste debería alcanzar cifras aún mayores).

En términos del modelo de proyección descrito, los elementos centrales del esquema de la recuperación de la deuda van ordenándose. La novedad más importante es la iniciación efectiva de la tan esperada recuperación económica, encabezada por una expansión robusta en los Estados Unidos. Según casi todas las proyecciones oficiales y privadas, lo probable es un promedio de crecimiento del 3 por 100 para 1984-1986, con valores algo más altos en 1984 y más bajos en 1986. Hasta ahora, la única desviación significativa respecto de los supuestos del modelo ha sido el robustecimiento del dólar en 1983, en lugar de la depreciación prevista. Sin embargo, en el primer trimestre de 1984 esa tendencia alcista se ha invertido. Parece cada vez más seguro que llegue a producirse básicamente la depreciación del dólar en la cuantía supuesta en

el modelo, aunque sea un poco más tarde de lo previsto, con escasas variaciones, en última instancia, respecto de las proyecciones básicas en las medidas de solvencia crediticia para 1986 y más adelante. Lo ocurrido con los tipos de interés hasta los primeros meses de 1984 inclusive sugiere también unas condiciones algo menos favorables de las previstas en las proyecciones. No obstante, en nuestro modelo, un cambio de un punto de porcentaje en el crecimiento de la OCDE tiene un efecto siete veces mayor que un cambio de un punto de porcentaje en los tipos de interés, de modo que si en 1984 se alcanzara en la OCDE un crecimiento del 3,5 por 100 o más, como parece probable (y no del 3 por 100 calculado en el modelo), quedaría compensada la elevación, algo más alta de lo previsto, de los tipos de interés.

### **DINAMICA Y VIABILIDAD DE LA DEUDA**

A pesar de las mejoras conseguidas hasta la fecha, sobre todo en lo tocante al reajuste exterior, no parece probable que los países más endeudados puedan restablecer niveles más tradicionales de solvencia crediticia antes de 1986. Un análisis estadístico de reprogramaciones anteriores de la deuda sobre medidas como la relación del servicio de la deuda (intereses y amortización respecto de exportaciones), la tasa de amortización, la relación de reservas a importaciones, la tasa de crecimiento y la magnitud de los préstamos internacionales, concluye que en los casos importantes de Argentina, Brasil y

Méjico es probable que en 1985-1986 se sobrepasen los umbrales críticos relacionados con la renegociación de la deuda. ¿Cómo se va a sostener hasta entonces la financiación de esos países?

Es aquí donde la dinámica del «préstamo involuntario» desempeña el papel clave. No es probable que los bancos que no tienen préstamos en un país de solvencia crediticia deteriorada se los concedan antes de que haya restablecido plenamente su solvencia. Pero los bancos que ya tienen préstamos consideran razonable conceder otros de cuantía modesta que permitan al deudor evitar el incumplimiento, con lo que apuntalan los anteriores. Dicho en términos técnicos, los bancos consideran atractivo conceder nuevos préstamos siempre que la reducción consiguiente de la probabilidad de incumplimiento, multiplicada por la cantidad de préstamos pendiente (en otras palabras, las utilidades previstas), sea mayor que la probabilidad última de incumplimiento multiplicada por la cantidad del nuevo préstamo (el costo previsto del nuevo préstamo).

Aunque esa concesión de nuevos préstamos «involuntarios», de cuantía modesta, para salvaguardar préstamos pasados sea razonable para la Banca en su conjunto, quizá no atraiga a los bancos pequeños, que tienden a no reconocer que sus actuaciones afectan a las probabilidades de incumplimiento, aunque esas actuaciones sumadas sí tienen importancia. Los bancos pequeños tienen la tentación de actuar por su cuenta, con «independencia», beneficiándose del carácter más saneado de todos los préstamos pendientes que se produce cuan-

do los grandes bancos conceden nuevos préstamos para que el país deudor pueda evitar el impago.

En 1982-1983 varias influencias contrarrestaron el problema de esos «independientes». El Fondo Monetario Internacional, con un golpe de timón histórico, condicionó sus préstamos a la aportación de nuevos fondos por parte de la Banca, de forma que actuó como fuerza centralizadora para fusionar nuevos préstamos de bancos pequeños que de otro modo habrían funcionado como «independientes». También los bancos centrales parecen haber aplicado presiones en ese sentido, y los grandes bancos han conseguido un éxito relativo en sus esfuerzos por hacer entender que todos los bancos debían asumir su parte alicuota de las cargas de los nuevos préstamos. Es probable que, en último término, la presión oficial haya sido menos importante para eludir el problema de los «independientes» que el simple convencimiento de que sin una acción coordinada se podrían esperar consecuencias menos favorables, por ejemplo decisiones más unilaterales por parte del país deudor de desatender sus pagos o capitalizar los intereses vencidos.

No es cierto, como sostienen algunos críticos, que con esos préstamos involuntarios los bancos se estén «cavando su propia tumba». Como sus nuevos préstamos son considerablemente inferiores a los intereses que están cobrando (con una ampliación del riesgo del 5 al 7 por 100, frente a unos tipos de interés en torno al 12 por 100), en un sentido económicamente efectivo, lo que están haciendo no es aumentar su riesgo, sino

reducirlo. Es decir, que para que el valor real presente descontado de su riesgo se mantuviera constante habrían tenido que aumentar ese riesgo al ritmo del tipo de interés, mucho más deprisa de lo que, de hecho, ha sucedido.

Si, dentro de la ecuación de la deuda, cabe conseguir financiación transitoria desde la oferta, ¿qué ocurre con la demanda? ¿Puede suceder que a los países deudores les parezca preferible negarse a pagar que seguir participando en actividades financieras globales cuyo precio sea el reajuste interior? En un sentido, el incentivo para incumplir ha aumentado. En el decenio de 1970, por cada dólar de intereses pagado al exterior entraban en el país tres dólares de nuevos préstamos. Para 1982 esa relación se había convertido en un saldo negativo neto, pues los pagos por intereses llegaron a ser superiores a los nuevos préstamos (sobre todo para algunos de los países más endeudados). Un cálculo miope en ese sentido podría tentar a algunos países al impago.

Pero lo que acarrearía el impago es mucho más de lo que se deduce de una comparación a corto plazo entre intereses pagados y nuevos préstamos recibidos. Los países más endeudados se han integrado en la economía mundial como países recién industrializados, y no parece verosímil que estén dispuestos a desechar esa condición, que tanto les ha costado conseguir, desligándose del sistema financiero internacional por no cumplir sus obligaciones.

Es probable que incluso un cálculo aproximado de los efectos financieros del incumplimiento (o de una moratoria indefi-

nida sobre los intereses y el principal) arrojará un saldo negativo. No sólo habría que renunciar a nuevos préstamos a medio plazo, sino que además sería de esperar que el crédito comercial a corto plazo, normalmente renovable, se evaporase. En Brasil, por ejemplo, los pagos por intereses ascienden a unos 11.000 millones de dólares. Los nuevos préstamos y las inversiones directas privadas y oficiales suman unos 8.000 millones de dólares para 1984. Una moratoria ahorraría a lo sumo 3.000 millones de dólares anuales, pero bastaría con que se perdiera un tercio del crédito comercial a corto plazo para que el resultado financiero neto fuera cero o negativo.

El riesgo más amplio que encierra el incumplimiento o la moratoria para un país deudor es el de empujarlo hacia la autarquía. Más allá del aislamiento financiero, existe el peligro de que los acreedores extranjeros embargasen los envíos de exportaciones mediante el recurso a los tribunales. Estos riesgos más generales, de dimensiones incalculables, unidos a las probables consecuencias en materia de créditos, hacen que el impago sea una estrategia peligrosa y poco aconsejable en la mayoría de los casos. Al mismo tiempo, el interés de cada país en conservar su propia reputación de solvencia si las expectativas futuras parecen favorables actúa en contra de la formación de un cártel de deudores. Tanto ese factor como los riesgos generales del impago han hecho que hasta ahora la idea del cártel no sedujera a los deudores, según demuestran los flojos resultados de las reuniones internacionales que han celebrado esos países.

Aunque existe una conciencia cada vez mayor de que la estrategia actual de gestión de la deuda mundial está teniendo éxito, muchos ponen en duda su viabilidad a plazo medio por razones económicas y políticas. En el aspecto económico, señalan que, hasta ahora, las renegociaciones de la deuda no han hecho sino aplazar el problema hasta fines del decenio de 1980, cuando los grandes bloques de vencimientos, sobre todo en el caso de Méjico, plantearán una nueva carga. Pero esa preocupación por los bloques de vencimientos no tiene en cuenta que una cosa es el tratamiento de la amortización de préstamos ya concedidos y otra muy distinta la movilización de nuevos fondos para la expansión del riesgo. La mayoría de los bancos y de las entidades oficiales no piensan que la devolución efectiva del principal sea una opción realista a medio plazo. Su objetivo no es conseguir la amortización neta del principal, sino un servicio ordenado de los intereses sobre lo adeudado, combinado con una renovación del principal. Sería preferible que esa renovación se produjera en términos de mercado, voluntariamente; pero, en caso necesario, se podría lograr mediante series sucesivas de renegociaciones. El no cobro del principal neto resulta menos amenazador si se le contempla a la luz de las deudas normales de las grandes empresas: el mercado no espera que la General Motors reduzca con el tiempo su deuda pendiente, pero sí cuenta con recibir puntualmente el pago de sus intereses.

Tampoco es seguro que haya de volverse al préstamo voluntario. Aun después de que los indicadores de solvencia credi-

ticia recuperen niveles más normales, la transición al préstamo voluntario puede ser difícil. Lógicamente, esta transición exigirá que por lo menos los bancos más pequeños puedan cobrar sus pagos de amortización; sin esto el préstamo no sería voluntario todavía. No obstante, cálculos basados en las proyecciones que hemos descrito *supra* indican que para finales del decenio de 1980 cabe esperar que la necesidad de nuevos préstamos sea lo bastante limitada para que una aceptable expansión del riesgo de los grandes bancos (por parte de los que aspiren a seguir siendo prestamistas al país a largo plazo), del orden de un 7 a un 12 por 100 anual, resulte suficiente para cubrir los déficits externos y los modestos pagos de amortización a los bancos menores, que suman hasta un 30 por 100 del riesgo bancario total, en el caso de los tres países que más deben.

La viabilidad política es más difícil de evaluar que la viabilidad económica. Pero los datos, hasta la fecha, revelan que la tolerancia política a los programas de reajuste ha sido mayor de lo que muchos temían. Ha habido un mínimo de alteraciones sociales en Méjico, donde se ha confirmado la capacidad tradicional del partido oficial para absorber el descontento, y donde se ha conseguido dar a entender que la distribución del costo del reajuste es equitativa, mediante el castigo de la corrupción de algunos funcionarios de la etapa anterior y la nacionalización de la Banca. La aceptación por parte de la población trabajadora mejicana de un desfase transitorio de los salarios por debajo de la inflación ha contribuido a la estabilización.

En Brasil la agitación social ha sido más grave; los desórdenes de São Paulo y el pillaje de comercios de alimentación en Río de Janeiro y en el Nordeste han sido un reflejo de las tensiones de la recesión y de una cosecha desastrosa a causa de la sequía y las inundaciones. El mes de noviembre de 1983 fue decisivo para la viabilidad política de la gestión de la deuda. Antes de esa fecha, el principal partido de la oposición había solicitado una moratoria de la deuda, y en octubre la oposición echó abajo la pieza clave del programa de estabilización del FMI, una ley que limitaba la indiciación de los salarios al 80 por 100 de la inflación anterior. Pero en noviembre una ley de indiciación pactada abrió las puertas a la entrada de nuevos préstamos del FMI y de la Banca, lo que, a su vez, restaba fundamento a las peticiones de moratoria. En Argentina, la resonante elección de un nuevo presidente fue un buen augurio de la capacidad del nuevo régimen democrático para obtener el apoyo nacional a un programa de reajuste. Parece muy probable que el nuevo régimen respete las reglas básicas del juego en lo tocante a la deuda internacional, aunque es de esperar que negocie duramente las condiciones.

A lo largo de los primeros meses de 1984, los indicadores de la viabilidad política del actual proceso de gestión de la deuda han sido, pues, relativamente favorables. El panorama que empieza a perfilarse resulta aún más notable si se tienen en cuenta las grandes dificultades económicas que experimentan varios de los países deudores. Los ingresos reales *per cápita* han descendido entre un 10 y



un 15 por 100 en varios países latinoamericanos durante los tres últimos años; en Perú y otros países, a los efectos secundarios de recesión del reajuste se han sumado desastres naturales.

Para calibrar la viabilidad política a medio plazo es imprescindible tener en cuenta la poca probabilidad de que el reajuste al problema de la deuda exterior requiera muchos años más de recesión. Muchos analistas parecen creer que la gestión de la deuda con la estrategia actual tiene como requisito previo la recesión interna a largo plazo, a fin de comprimir las importaciones. Pero el verdadero requisito no es ése, sino la transferencia de recursos de los productos no comerciables a la actividad en el sector de los productos comerciables, con el fin de producir exportaciones y sustitución de las importaciones. La aplicación de las nuevas inversiones al sector de productos comerciables debe impulsar una reanudación de la recuperación económica. El reajuste externo continuará entonces mediante la expansión de las exportaciones y el aumento de las importaciones, no mediante la recesión interna y la contracción de las importaciones.

## **MEDIDAS POLITICAS**

Para que la gestión de la deuda internacional consiga sus fines, es indispensable que los gobiernos, las entidades internacionales y la Banca tomen las medidas políticas acertadas. En 1983 se dio un paso de suma importancia cuando el Congreso norteamericano aprobó la subida de las cuotas del FMI y,

con un cambio de rumbo significativo, la creación de una financiación especial en un servicio de empréstitos de urgencia (a través del Acuerdo General de Préstamos, financiado por los principales países industriales). El Congreso se había decidido por fin a actuar, pese a las fuertes críticas de quienes sostenían que la medida servía para salvar a bancos irresponsables. La realidad es que no se estaba salvando a bancos, sino pidiéndoles que aportaran todavía más recursos; y el daño que podría derivarse de un derrumbamiento de la deuda internacional era mucho mayor que el que pudieran sufrir los accionistas de los bancos (que ya han sufrido pérdidas importantes por la baja de las cotizaciones bursátiles). Además, el costo anual de las nuevas cuotas del FMI era mínimo, habida cuenta de que la mayor parte de los recursos necesarios obtendrían unos intereses cercanos a los tipos del mercado para los instrumentos de la deuda pública.

Un sector importante de la estrategia y la política bancarias es el del nivel del interés diferencial por encima del LIBOR y las tarifas de aplicación a las renegociaciones y los nuevos préstamos a los países deudores. La pauta inicial de renegociaciones desembocó en aumentos muy marcados de esos costos. Méjico había pagado un diferencial de aproximadamente el 0,9 por 100 sobre el LIBOR por sus préstamos de 1981, pero tuvo que arrostrar un diferencial de casi el 3 por 100 por encima del LIBOR sobre su deuda renegociada de casi 35.000 millones de dólares en 1982-83. En el caso de Méjico, los costos adicionales han sido de

unos 700 millones de dólares al año, equivalentes al 5 por 100 de un nivel normal de importaciones anuales.

En las grandes renegociaciones de la deuda, el tipo de interés no es un mecanismo de compensación del mercado, sino un precio negociado, técnicamente análogo a la fijación de los salarios en un monopolio bilateral entre un sindicato poderoso y unas grandes empresas. El precio real puede variar dentro de una cierta escala, y el resultado depende en último término de la fuerza negociadora. En esas circunstancias, cobra importancia el concepto de equidad. Para los bancos, el interés aplicable a los préstamos renegociados debería ser por lo menos tan alto como el de los préstamos iniciales; de lo contrario, habrá un «riesgo moral» o incentivo a quebrantar el contrato inicial. Para el país prestatario, los grandes incrementos de los diferenciales de interés parecerán poco equitativos.

Existe un margen para la reducción de los diferenciales por debajo de las últimas grandes renegociaciones. De hecho, en los nuevos préstamos concedidos a Méjico en 1984 se ha reducido el diferencial en aproximadamente un punto de porcentaje con respecto al nivel de los préstamos del año anterior. Si se llevara adelante este proceso, contribuiría a asegurar en los países deudores el necesario respaldo político a una adhesión continuada a los compromisos financieros y los programas de reajuste. Ahora bien, una reducción excesiva de los diferenciales haría que fuese cada vez más difícil movilizar nuevos préstamos, sobre todo por parte de los bancos más pequeños. A esto hay que añadir que la mag-

nitudo de lo que el país se ahorra por reducción del diferencial tiene unos toques intrínsecos. Dados estos factores, una orientación útil para las renegociaciones bancarias y los nuevos préstamos consistiría en reducir los diferenciales a quizá medio punto de porcentaje por encima de los diferenciales de los préstamos iniciales, sobre todo si esas reducciones pueden vincularse a la demostración de que se ha avanzado en el reajuste del país.

El control de los bancos es una esfera importante de la política oficial. Afortunadamente, la legislación en pro del aumento de las cuotas del FMI se aprobó despojada de múltiples enmiendas punitivas sobre la reglamentación bancaria, por ejemplo la que solicitaba la asignación de reservas para pérdidas por préstamos para todos los préstamos renegociados. Los bancos europeos parecen haber establecido mayores reservas contra las deudas de los países en desarrollo que los bancos norteamericanos, en parte porque cuentan con mayores incentivos en esa dirección, en virtud de leyes fiscales que favorecen las «reservas ocultas» en forma de activos infravalorados. Los bancos norteamericanos no pueden invocar deducciones fiscales por reservas para pérdidas por encima del 0,6 por 100 de sus activos totales. En este aspecto, convendría una mayor flexibilidad fiscal acerca de las reservas estadounidenses. En términos más generales, quizá sea necesario que los reguladores actúen con flexibilidad en esferas como la clasificación de los préstamos a efectos de la asignación de reservas, sobre todo si ha vencido el plazo de los intereses (lo nor-

mal es que el plazo límite que tiende a disparar las reservas para pérdidas por préstamos sea de seis meses, mientras que a los tres meses se aplica la medida más suave de retirar el devengo de intereses de los ingresos declarados), pero parece que las negociaciones van a reanudarse. En casos extremos, quizá sea necesario capitalizar los intereses, según veremos más adelante; en esa situación, hará falta la flexibilidad regulatoria para que los préstamos no se clasifiquen entre los que requieren reservas para pérdidas.

También es importante la política oficial respecto de los recursos para los bancos multilaterales de desarrollo. La ampliación de capital del Banco Mundial y del Banco Interamericano de Desarrollo será una cuestión polémica en el futuro. Habría que considerar las experiencias de los primeros años del decenio de 1980 como datos acerca del riesgo de depender demasiado de las corrientes de recursos privados para la financiación del desarrollo, dada la vulnerabilidad de esas corrientes a un cambio súbito de dirección, y las decisiones que hayan de tomarse sobre la financiación multilateral de desarrollo en condiciones del mercado a corto plazo brindarán la ocasión de empezar a invertir esa tendencia hacia un mayor riesgo del sistema.

La banca privada, por su parte, debe seguir suministrando nuevos préstamos en cuantías por lo menos comparables a los niveles reducidos de 1982-1983. Los nuevos préstamos bancarios netos a países en desarrollo bajaron de unos 50.000 millones de dólares en 1981 a 25.000 millones de dólares en 1982, y en 1983 parecen haberse manteni-

do en este segundo nivel o un poco más bajos. Pero las proyecciones comentadas *supra* sugieren que hasta 1986 incluido se necesitará una corriente anual de capital de aproximadamente 75.000 a 80.000 millones de dólares para financiar los déficits exteriores de los países en desarrollo, aunque se deje margen para el logro de avances importantes hacia el reajuste exterior. Será muy difícil, si no imposible, movilizar fondos en esa escala si la banca privada sigue recortando sus préstamos nuevos.

La política comercial es una esfera fundamental para resolver el problema de la deuda. Los países deudores se verán en la imposibilidad de pagar el servicio de su deuda si sus esfuerzos por aumentar las exportaciones quedan frustrados por nuevas barreras proteccionistas en los países industriales. En los primeros años del decenio de 1980 el estancamiento de las exportaciones se debió primordialmente a la recesión global, no a nuevas protecciones (4). Aun así, las presiones proteccionistas son fuertes, a consecuencia del reciente desempleo y, en los Estados Unidos, de la posición del dólar, demasiado sobrevalorado.

La tendencia aparente, a comienzos de 1984, a una restricción del mercado del acero frente a las importaciones procedentes de países en desarrollo enfrentaba directamente a intereses del sector con el objetivo financiero más amplio de hacer posible que Brasil y otros deudores salieran por sus propios medios de la crisis de la deuda. No obstante, a pesar de las presiones en pro de la imposición de leyes comerciales injustas y otros intentos más

directamente proteccionistas, los mercados siguen estando relativamente abiertos a las exportaciones de los países deudores. El poder político favorable a las medidas proteccionistas parece estar concentrado en unos pocos sectores de mucho empleo y gran fuerza electoral, concretamente en las industrias textil y de la confección, del acero y del automóvil. Respecto de una extensa gama de otros productos, cabe esperar que los mercados permanezcan relativamente abiertos en el futuro, si bien será necesaria la iniciativa política para garantizar ese resultado (5).

Ha habido múltiples propuestas de enfocar el problema de la deuda mediante nuevos esquemas muy reformistas. Por lo general, esos mecanismos implican la transferencia de la deuda a una entidad internacional que se la compraría a los bancos por una parte de su valor nominal, y que, a su vez, reduciría los tipos de interés y alargaría los plazos de vencimiento para los países deudores. Pero en ese género de propuestas va implícito el juicio de que el problema es de insolvencia, y no de falta de liquidez, y el análisis que hemos hecho sugiere que ese diagnóstico es incorrecto. La creación de nuevas entidades podría requerir mucho capital público.

Los mecanismos de ese tipo tenderían a disociar las nuevas corrientes de capitales de su fuente más importante, la banca privada, al poner fin al mecanismo de incentivos para los préstamos involuntarios: una vez que los bancos fueran acreedores de una nueva entidad internacional, en vez de serlo de Brasil o de Méjico, nada les impediría aplazar todo nuevo

préstamo a esos países hasta un futuro en el que su solvencia crediticia mostrara signos más claros de recuperación, porque ya no les afectarían sus incumplimientos de pago. Por último, esas propuestas serían devastadoras para el capital de los bancos, que, como antes se ha dicho, quedaría muy disminuido si se produjeran cancelaciones significativas de los préstamos voluntarios.

Sin embargo, quizá hagan falta enfoques de urgencia. Sobre todo, si los banqueros se cansan de la reiteración de series de movilizaciones de préstamos involuntarios, y ello causa un derrumbamiento de ese mecanismo, quizá haga falta recurrir a otros enfoques. La capitalización de los intereses, o la renegociación de los intereses, son cosas que van atrayendo la atención como alternativa de urgencia. En este proceso, en lugar de obtener nuevos préstamos bancarios para pagar parte del interés, no se haría más que añadir una parte del interés al principal pendiente. Normalmente, el pago del interés haría que se recurriera a las reservas para pérdidas, pero en determinadas circunstancias probablemente se podría obtener una actitud de cooperación de las entidades reguladoras, las cuales considerarían que ese método no pondría en peligro las posibilidades de acabar por cobrar los préstamos.

La capitalización de intereses debería evitarse en todo lo posible, porque tiende a eliminar el último grado de voluntariedad del sistema crediticio. Actualmente, el país deudor tiene que presentar un bloque de medidas de reajuste que convenga a los bancos para conceder nuevos préstamos. La capitalización

de los intereses tendería a dejar en manos de cada país la declaración unilateral del interés que se propone renegociar. En correspondencia, la capitalización de los intereses tendería a acrecentar la deuda total y las importaciones del país deudor, con lo que se aplazaría la fecha en que su carga de la deuda podría volver a los niveles propios de una situación de solvencia crediticia.

El único atractivo de la capitalización de los intereses estriba en que sería más fácil de obtener que unos nuevos préstamos bancarios, dado que, en ese caso, desaparecería el problema de los «independientes» (en lugar de peticiones de nuevos fondos, los bancos recibirían únicamente la información de que sus intereses se habían capitalizado). Si esta ventaja llegara a ser indispensable, la capitalización de los intereses podría ser un mecanismo de urgencia que evitaría las moratorias. Si se hiciera, óptimamente debería implicar una orientación del FMI y requerir la aprobación por parte del FMI del plan de reajuste del país de que se tratara, lo mismo que en el caso de un nuevo préstamo.

## **PERSPECTIVAS PARA LOS MAYORES DEUDORES**

Sólo unos cuantos países tienen las dimensiones necesarias para que un incumplimiento de pago tuviera consecuencias para todo el sistema. A fin de completar este panorama de la gestión de la deuda mundial, conviene examinar brevemente cuáles son las perspectivas particulares de algunos de los países más endeudados.

Brasil es el mayor deudor, con una deuda externa de 92.000 millones de dólares a finales de 1983. Hay una acalorada polémica sobre el acierto de su programa de estabilización, convenido con el FMI. Sus críticos sostienen que el único efecto de seguir recortando el déficit presupuestario será el de deprimir todavía más la economía, porque ya existe capacidad excedentaria. Los escépticos dudan que sea posible alcanzar los objetivos de superávit comercial (9.000 millones de dólares en 1984), y sugieren que el problema del Brasil es irresoluble en un futuro indefinido.

El análisis ulterior al del modelo general expuesto *supra* indica que, irónicamente, por lo menos para 1984, el sector externo no será ya el cuello de botella del crecimiento económico. El obstáculo al crecimiento no está ahí, sino en la inflación interna, de más del 200 por 100. La limitación externa se aliviará porque el incremento de la producción nacional de petróleo y alcohol permitirá a Brasil reducir sus importaciones de petróleo en 2.000 millones de dólares en 1984, lo que permitirá un aumento de las importaciones de productos distintos del petróleo del orden de un 33 por 100, sin rebasar el objetivo convenido con el FMI de unas importaciones totales de 16.000 millones de dólares. Una expansión de esa magnitud es más que suficiente para atender a la reactivación interior.

El problema está en la inflación interna. El gobierno se propone limitar el aumento de la masa monetaria al 50 por 100 y reducir el déficit presupuestario de un 2,7 por 100 del PNB a un superávit del 0,3 por 100 del PNB como medio de reducir

la inflación. Cosa importante, se espera que un aumento notable de la producción agrícola ayude a reducir la inflación (las subidas de precios de los alimentos, en torno al 400 por 100, impulsaron la inflación en 1983). La presión inflacionaria se mitigaría considerablemente si se pudiera flexibilizar el sistema de indiciación, de suerte que los aumentos salariales automáticos no perpetuasen la inflación; pero ya se han visto las dificultades políticas de una desindiciación.

En estas circunstancias, no se ven muchas alternativas a la estrategia adoptada por el gobierno bajo los auspicios del FMI. Conviene señalar, además, que el procedimiento no tiene por qué producir tanta recesión como pudiera parecer a primera vista. La verdadera masa monetaria debería incluir obligaciones del Estado de alta liquidez con interés indiciado; así definido, el dinero crecerá a bastante más velocidad que un 50 por 100. El efecto contractivo de un recorte del 3 por 100 en el déficit público (equivalente a unos 7.500 millones de dólares) quedará parcialmente compensado por una elevación de la demanda de unas exportaciones cada vez mayores (del orden de 3.000 a 4.000 millones de dólares), y es de esperar una acumulación de préstamos y de actividad privados desde el momento en que el Estado reduce su dominación sobre el mercado de créditos. Quizá sea inevitable un crecimiento nulo o ligeramente negativo para 1984, pero las medidas de reducción de la inflación deben sentar las bases para una reactivación de la economía a partir de 1985. Cosa importante, no parece probable que la nueva

reducción de la deuda en 1984 deje margen para la expansión económica, porque en estos momentos la deuda exterior no es el obstáculo a la expansión económica.

A más largo plazo, Brasil está bien situado para lograr reducciones sustanciales de sus déficits externos. Las proyecciones relativas a Brasil en el modelo general antes descrito tendían a indicar un gran crecimiento de las exportaciones hasta 1986 incluido. Nuevos cálculos ulteriores sugieren unas tasas de crecimiento un poco más lento de las exportaciones, conforme a un examen más detallado de la composición de las exportaciones, a tipos nominales de aproximadamente un 17 por 100 en 1984-1985 y un 11 por 100 de ahí en adelante (6). De todos modos, aun con una reducción del crecimiento proyectado de las exportaciones, el ahorro por concepto de importación de petróleo, mayor de lo previsto, debe hacer posible una tendencia decreciente de los déficits externos y la consecución de una relación deuda-exportaciones de aproximadamente el 200 por 100 para 1988 (un poco más tarde que en las estimaciones anteriores descritas *supra*), nivel que en general va relacionado con una solvencia crediticia satisfactoria.

Persiste la posibilidad de que la frustración política interior, por efecto de la recesión, desencadene una dislocación del proceso de gestión de la deuda seguido hasta ahora, a pesar de que el límite actual al crecimiento no parece deberse a limitaciones externas, sino a la inflación interior. Aun así, los datos de que se dispone sobre las opiniones de los principales candidatos a las elecciones de no-

viembre no hacen muy probable una radicalización aguda en la cuestión de la deuda.

Méjico ha sido, de los principales países deudores, el que más ha avanzado en su reajuste a corto plazo. Como ya hemos señalado, en 1983 su reajuste externo fue particularmente impresionante. A muchos analistas les preocupa la posibilidad de que, a plazo medio, Méjico se vea sometido a fuertes presiones por la acumulación de vencimientos dentro de unos años, cuando habrá de pagar amortizaciones que, para 1987, pasarán de los 20.000 millones de dólares al año. Pero no parece justificada una preocupación excesiva a ese respecto, si se tiene en cuenta la distinción crucial que mencionábamos antes entre renovar la deuda anterior (amortización) y movilizar nuevos créditos. De hecho, en 1981 el endeudamiento total de Méjico era bastante mayor del que ha de ser necesario a finales del decenio de 1980. Al recuperar indicadores de solvencia más normales, Méjico puede asegurarse la financiación de los pagos que ha de realizar.

En el modelo de proyección general descrito *supra* había indicaciones de déficits continuados relacionados con la debilidad de los mercados del petróleo. Pero la notable reducción de las importaciones en 1983 sugiere que había un margen considerable para la sustitución de importaciones en una cuenta de importaciones que se había disparado a finales del decenio de 1970, durante la bonanza petrolera. Con una base menor de importaciones, Méjico debería estar en condiciones de alcanzar déficits externos todavía más reducidos que los pro-

yectados con el modelo general, que en sí mismos indicaban una mejora gradual de la solvencia crediticia.

Las autoridades mejicanas han efectuado un importante cambio básico de su política desde la época anterior a la crisis de la deuda. En lugar de tratar de mantener un tipo de cambio relativamente fijo, han establecido un tipo de cambio realista y han devaluado con frecuencia para compensar la inflación interna. Mientras se mantenga el realismo en el tipo de cambio, las perspectivas para la balanza exterior serán favorables (siempre que no se produzca un derrumbamiento del precio del petróleo). Además, el gran superávit externo de 1983 deja un cierto margen para la reactivación de la economía interna en 1984. Por último, con la cooperación de los sindicatos, el gobierno parece estar progresando en sus esfuerzos por rebajar la inflación con cierta rapidez de su tasa del 90 por 100.

El caso de Argentina es uno de los más difíciles de evaluar. Aunque su deuda es elevada en relación con las exportaciones, Argentina tiene unos déficits externos relativamente modestos y ha conseguido un superávit comercial apreciable. Más que su posición básica en materia de economía externa, lo que está en duda es el clima político en cuanto a obediencia a las reglas del juego vigentes. Argentina, autónoma en petróleo y alimentos, es el país mejor situado para tender a la autarquía, y quizá el menos vulnerable a los efectos adversos del impago.

La economía interna ha padecido una alta inflación crónica,

en torno al 400 por 100 en 1983. El nuevo régimen está decidido a mejorar los salarios reales y conseguir un crecimiento económico positivo. Ha declarado su compromiso de efectuar grandes reducciones en los déficits presupuestarios. El recorte de los gastos militares puede ser una fuente de ahorro, y un mayor rigor en la recaudación de impuestos puede ser otro. Aun así, quizá resulte difícil reducir el presupuesto con frecuentes reajustes salariales para conseguir subidas reales.

A comienzos de 1984 Argentina pasaba por un período pasajero de moratoria parcial, en espera de una renegociación de su deuda a mediados de año. Para alarma de muchos, el gobierno dejó que quedara sin pagar el interés sobre una parte importante de la deuda, a la vez que asignaba fondos a las reservas externas. Algunos han creído ver en ello los primeros pasos de un posible incumplimiento. Además, la probabilidad de que no se restablecieran los pagos de intereses antes del fin del primer trimestre del año significaba, a su vez, la probabilidad de que los bancos norteamericanos se vieran obligados a retirar muchos préstamos argentinos de la lista de los solventes y a dejar de devengar esos intereses en sus declaraciones de beneficios. Mientras muchas informaciones de prensa exponían esa posibilidad en tonos alarmistas, los expertos de la Banca parecían tomárselo con más serenidad, pronosticando que esos préstamos volverían a la lista de los solventes para el segundo trimestre de 1984, y que las declaraciones de beneficios se recuperarían en la misma proporción (7).

Pese a los temores de algunos de que Argentina pudiera estar adoptando un criterio de enfrentamiento general, parece lo más probable que los retrasos se debieran fundamentalmente al margen de tiempo que ha necesitado el nuevo gobierno para establecer su programa económico, y que, si bien Argentina procuraría obtener condiciones favorables sobre los diferenciales de interés y sus vencimientos (incluidos los relativos a renegociaciones anteriores aún no firmadas), el gobierno no buscaría una ruptura radical como la que supondría una limitación unilateral del pago de intereses.

Parece probable que las decisiones en el terreno económico se vean dominadas, más que por proyectos extremistas, por dificultades pragmáticas en el logro tanto de la reducción de la inflación como de los objetivos de crecimiento y aumentos de los salarios reales. Dentro de ese proceso, a finales del primer trimestre de 1984 quedaba por ver si Argentina podía llegar a un acuerdo con el FMI sobre su programa de reajuste.

## CONCLUSION

Los resultados de la gestión de la deuda mundial hasta el momento se pueden interpretar de distintas maneras. Los que sostienen que la estrategia actual de la gestión de la deuda está condenada al fracaso pueden señalar graves recesiones nacionales registradas en 1983 como demostración de que el proceso no funciona y de que va a generar tensiones políticas intolerables que llevarán a incumplimientos de pagos. Pero

una visión más ecuánime parece revelar que la trama política ha soportado relativamente bien esas tensiones, y que se han sentado las bases para una recuperación de las economías nacionales para 1984 ó 1985. En el sector externo, los datos corroboran abrumadoramente la viabilidad de la estrategia actual. Su componente más importante ya se ha hecho realidad: está en marcha una recuperación económica considerable en los países industriales. La expectativa dominante es que el crecimiento en torno al 3 por 100 puede continuar hasta 1985. Aunque después de esa fecha podría darse una recesión, es casi seguro que, en todo caso, sería mucho más leve que la de 1981-1982, de no producirse una nueva conmoción en el petróleo (y nuevos cálculos sobre Brasil indican que la relación deuda-exportaciones podría descender al 230 por 100 para 1988, incluso aunque el crecimiento de la OCDE bajara un 1,5 por 100 en 1986 y un 2 por 100 en 1987).

Análogamente, los resultados efectivos de las cuentas externas de los países más endeudados han cumplido plenamente los objetivos marcados o iban muy por delante de lo previsto en 1983. También los préstamos involuntarios se han sostenido, como demuestra la movilización de 6.500 millones de dólares de préstamos bancarios a Brasil en los primeros meses de 1984.

Por todo lo expuesto, sería un error cambiar la dirección de la política en sentidos radicalmente nuevos en estos momentos, cuando ya se ha avanzado bastante en la primera fase de la gestión de la deuda mundial. Aunque no se pueda excluir la posibilidad de un derrumbamien-

to ulterior, sobre todo desde el punto de vista de una frustración política interna, no necesariamente relacionada con los verdaderos efectos económicos de la carga de la deuda, el mejor rumbo continúa siendo el seguido hasta ahora. Esta estrategia estriba en una gestión casuística de la deuda mediante los esfuerzos cooperativos de organismos oficiales, bancos y gobiernos de los países deudores. La estrategia general se apoya también, de manera fundamental, en una recuperación económica mundial, y para lograrla será indispensable seguir trabajando en pro de una gestión macroeconómica adecuada en los países industriales, con especial atención a la reducción de los déficits fiscales y de la presión de los tipos de interés en los Estados Unidos. Por último, en vista de los reajustes sumamente dolorosos que ya han llevado a cabo los principales países deudores, los encargados de tomar decisiones políticas en los países industriales deben seguir intensificando su labor de apoyo financiero (sobre todo por conducto de organismos multilaterales y a largo plazo) y de mantenimiento de regímenes de libre comercio, a fin de que el proceso de reajuste sea lo bastante simétrico para asegurar que los países más endeudados sigan respetando las reglas del juego vigentes en el sistema financiero internacional.

## NOTAS

(\*) Véanse estimaciones y explicaciones concretas del análisis expuesto en el presente artículo en WILLIAM R. CLINE, *International Debt: Systemic Risk and Policy Response*, Institute for International Economics, Washington D.C., 1984.

Traducción de Equipo de Traductores, Sociedad Anónima.

(1) WILLIAM R. CLINE, *International Debt: Systemic Risk and Policy Response*, Institute for International Economics, Washington D.C., 1984.

(2) Los precios en dólares de los productos que entran en el comercio internacional han venido confirmando este análisis en los últimos años, al subir aproximadamente en la misma cuantía que la depreciación del dólar en 1979-1980 y bajar en aproximadamente la misma cuantía que la apreciación del dólar en 1981-1982.

(3) MORGAN GUARANTY BANK, en *World Financial Markets*, febrero de 1983, y RONALD LEVEN y DAVID L. ROBERTS, «Latin America's Prospects for Recovery», en *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, 8 : 3 (otoño de 1983). Sin embargo, se llega a una conclusión más pesimista, especialmente acerca del crecimiento de los países deudores, en THOMAS O. ENDERS y RICHARD P. MATTIONE, «Latin America: The Crisis of Debt and Growth», *Brookings Discussion Papers in International Economics*, n.º 9, diciembre de 1983.

(4) C. FRED BERGSTEN y WILLIAM R. CLINE, «Trade Policy in the 1980s: An Overview», en WILLIAM R. CLINE, comp., *Trade Policy in the 1980s*, Institute for International Economics, Washington D.C., 1983, págs. 72 a 75.

(5) WILLIAM R. CLINE, *Exports of Manufactures from Developing Countries: Performance and Prospects for Market Access*,

Brookings Institution, Washington D.C. (de próxima publicación).

(6) Se supone que la inflación mundial agrega un 5 por 100 al año al crecimiento del valor de las exportaciones. Además, las tasas más altas de 1984-1985 van unidas a un aumento del 8 por 100 de los precios en dólares supuestos cada año respecto de una amplia gama de mercancías manufacturadas y algunas materias primas, como consecuencia de la depreciación anual del dólar en un 10 por 100. Obsérvese que, incluso frente a una apreciación del dólar, el valor de las exportaciones de Brasil, a raíz de la maxidevaluación de febrero de 1983, aumentó a una tasa anual del 14 por 100.

(7) Obsérvese asimismo que los bancos estadounidenses han concedido sólo un tercio de los préstamos a Argentina, y que los bancos europeos y japoneses tienen un plazo de tres meses para eliminar los préstamos de la lista contable de los solventes.