

**LA DEUDA DE AMÉRICA LATINA:
"CREO QUE YA NO ESTAMOS EN KANSAS"***

Carlos F. Díaz-Alejandro**
Universidad de Columbia

Culpar a las víctimas es una manera tentadora de evadir responsabilidades, sobre todo cuando las víctimas son punto menos que virtuosas. Pero cuando los pecados son tan disímbolos como los que cometieron los regímenes latinoamericanos de 1980, cabe preguntarse en qué medida el castigo masivo y ejemplar corresponde al supuesto crimen. Entre 1980 y 1981 la mayoría de las economías latinoamericanas, por razones tanto internas como externas, tuvieron que reformar y ajustar su estructura al nuevo orden económico internacional. Pese a que esta respuesta fue lenta y persistieron los errores de política económica, la incompetencia y la torpeza de quienes la ejercieron no explican por sí solas la magnitud de la depresión de esos años en América Latina ni su pobre perspectiva de recuperación a partir de entonces.

Este artículo intenta demostrar que lo que pudo haber sido una recesión seria pero manejable se convirtió en una crisis del patrón mismo de desarrollo. Esta crisis, sin precedentes desde principios de la década de los treinta, fue provocada, sobre todo, por el colapso de los mercados financieros internacionales y por el cambio abrupto en las condiciones y reglas a que se sujetan los créditos internacionales. La crisis fue la resultante de la interacción no lineal entre este choque externo desusado, aunque persis-

* La versión en inglés de este artículo se publicó con el título "Latin American Debt. I Don't Think We Are in Kansas Anymore", en *Brooking Papers on Economic Activity*, 2:1984.

El autor se refiere a la exclamación de Dorothy, la heroína de *El Mago de Oz*, cuando, después de que un tornado lanza por los aires la casa que habitaba en un rancho en Kansas, llega a la Tierra de Oz. [N. del T.]

** Mi agradecimiento a Barry Adams, Andrés Bianchi, Edmar Bacha, William Cline, José Antonio Ocampo, Alan Stoga, Guillermo Calvo, Maurice Obstfeld, Michael Klein, Vahid Nowhirvani, Laurence M. Weiss, Miguel Rodríguez, Jeff Frieden, Ernest Stern, Francisco López, Ernesto Zedillo, Alberto Fracchia, Manuel Marfán y Ted Truman por su ayuda generosa. Los miembros del Brookings Panel también hicieron muchas sugerencias constructivas.

tente, y un conjunto de políticas arriesgadas o equivocadas. No fue producto de ninguno de esos dos elementos en sí mismo. La enorme salida de capitales, en la mayoría de los casos alentada por una convertibilidad incondicional de divisas, propició que la interacción se diera en un ambiente especialmente explosivo.

Para que este argumento central tenga credibilidad (ya que probarlo parece imposible), revisaré: *a)* la información disponible sobre seis países latinoamericanos, que son los cuatro de mayor población: Argentina, Brasil, Colombia y México, y dos de tamaño mediano: Chile y Venezuela, y *b)* el producto interno bruto de la región. Estas naciones representan, como mínimo, 80% de cualquier agregado económico importante en América Latina. Hasta 1981 observaban tasas de crecimiento diferentes y, según fueran exportadores e importadores de petróleo, enfrentaban circunstancias externas muy distintas. Asimismo, se apegaban a una gama de políticas económicas que iban desde la práctica decididamente intervencionista hasta el *laissez faire* militante. Además recurrían en muy distinto grado a préstamos del exterior. Una visión retrospectiva acuciosa, con el beneficio de evaluar hechos consumados, muestra diferencias, también en la magnitud de los errores de política. A pesar de todo esto, los seis países tuvieron serias dificultades económicas durante 1982-1983 y sólo lograron una débil recuperación en 1984.

En la primera parte del trabajo trataré de explicar cómo, a mi juicio, estos países contemplaban su futuro en 1930. Analizaré y fecharé la crisis, examinando los diferentes choques externos, las políticas de ajuste interno y el desempeño económico que todo ello produjo en las economías consideradas. En un paréntesis econométrico plantearé por separado tres relaciones centrales en estas economías: la función-importación, la función-exportación y la determinación del tipo de cambio real.

La última sección del trabajo se centrará en las variables financieras cuyo comportamiento caracteriza la crisis. Una discusión del contraste entre deuda externa "nacional" y activos privados en el exterior, subrayará la asimetría entre estas dos partes del balance consolidado de América Latina. Al sumar los componentes público y privado de la deuda externa de la región sin tomar en cuenta los activos privados (y a veces públicos) en el exterior, se hace caso omiso de aspectos políticos y efectos redistributivos importantes. La crisis de la deuda externa no es sólo un problema de la relación Norte-Sur; para varios países latinoamericanos se trata también de un problema de distribución de ingreso y riqueza. Muchos observadores se han sorprendido por el cumplimiento, más o menos puntual, del servicio de las deudas latinoamericanas al principio de la década de los ochenta, hecho que contrasta fuertemente con lo ocurrido en los años treinta; sin embargo, no son los "países" los que deciden si se ha de cumplir o no con ese compromiso, sino los actores políticos. Este artículo discute el tema del servicio de la deuda tomando en cuenta cómo evalúan estos actores los costos y beneficios de la suspensión activa o pasiva de los pagos al exterior. El trabajo concluye

con una revisión de la escasa recompensa que ofreció el ajuste de 1982-1983 y con un examen del futuro, desprendiendo de él algunas propuestas de política económica.

La crisis del patrón de desarrollo latinoamericano obliga a hacer una reconsideración del papel de los sectores público y privado en la formación de capital y en otras actividades económicas. Se estudiará en detalle con cuánta eficiencia ha desarrollado el sector público sus múltiples funciones durante los últimos cincuenta años y qué efecto han tenido en el bienestar de la sociedad. No obstante, como la crisis de 1982-1983 se manifestó sobre todo en la balanza de pagos y en la posición de endeudamiento internacional, el trabajo subrayará las variables que inciden fuertemente en el flujo de divisas.

Los antecedentes de la crisis: ¿se pudo haber previsto?

Esta sección esboza, primero, la heterogeneidad de comportamiento que observaban antes de 1981 las economías en estudio. Se revisan también sus condiciones externas y la política que regía a cada una. Tomando en cuenta la historia previa a la crisis, se procede a identificar tanto los puntos vulnerables como los excesos que puedan haber originado los problemas de los años ochenta. Se encuentran varias debilidades serias, sobre todo en el caso de Argentina y Chile, que son los dos países más favorecidos por la comunidad financiera internacional entre 1980-1981. Sin embargo, a mi parecer, incluso estos países, según la información disponible para esos años, no parecían aproximarse a una crisis como la de 1982-1984.

Comportamiento económico antes de la crisis

Podremos obtener una perspectiva de la trayectoria económica antes de la crisis examinando las tasas de crecimiento tendenciales para el periodo 1960-1983, y las que privaron en dos periodos consecutivos de siete años cada uno: la fase próspera, que va de 1966 a 1973, y la fase con problemas, que se extiende de 1973 a 1980.¹

Cuatro países registraron aumentos impresionantes, o al menos notables, en las tasas de crecimiento del PIB durante el periodo en conjunto: Brasil, Colombia, México y Venezuela. Las tasas fueron menores durante 1973-1980, pero se mantuvieron en límites aceptables. (El crecimiento de México entre

¹ Limitaciones de espacio nos impiden presentar de manera más extensa estas tendencias obtenidas con las regresiones semilogarítmicas acostumbradas. Se calcularon a partir de datos a precios constantes obtenidos de la CEPAL que a su vez se basan en estadísticas nacionales y del FMI, *International Financial Statistics* y *Direction of Trade*, varios números. Andrés Bianchi tuvo la gentileza de proporcionarnos los datos de la Comisión Económica para América Latina de la ONU.

1978 y 1981 se mantuvo en un promedio anual de 3%.) Argentina y Chile han crecido lentamente cuando menos desde finales de los años veinte. Argentina aceleró su desarrollo económico durante 1966-1973, pero enfrentó una disminución importante en el periodo siguiente: Chile tuvo buen desenvolvimiento durante los años setenta, pero muy inestable. Una comparación de los seis países a lo largo de todo el periodo indicado, así como un análisis de cada país durante los dos septenios, parecen indicar que tanto una tasa de crecimiento muy alta como una muy baja se asocian a inestabilidad.

Salvo en Colombia y Venezuela, es poco evidente que el crecimiento de los años setenta redundara en mejoras significativas en la distribución del ingreso o en la armonía social; por el contrario, las divisiones sociales internas impidieron responder ágil y resueltamente a los choques externos.

Utilizando datos sobre inversión bruta fija y PIB, podemos calcular la relación marginal capital-producto y obtener un índice aproximado de la productividad de la inversión. Con promedios móviles de tres años y rezañando la inversión en un año, los coeficientes son los siguientes:

<i>País</i>	<i>1961-1963 a</i> <i>1971-1973</i>	<i>1971-1973 a</i> <i>1979-1981</i>
Argentina	4.4	11.1
Brasil	2.9	3.3
Chile	3.8	5.0
Colombia	3.1	3.3
México	2.5	3.1
Venezuela	4.2	7.2

Brasil, Colombia y México, los países de mayor crecimiento, tuvieron los menores coeficientes y éstos sólo aumentaron ligeramente de un periodo a otro.

En Argentina, Chile y Venezuela, no sólo fue menor la productividad de la inversión (como resultado de ineficiencias en la producción o del manejo inapropiado de la demanda agregada), sino que además la productividad disminuyó considerablemente después de 1971-1973. En el caso de Venezuela, cabe señalar que, a partir de los años setenta, el sector no petrolero creció a mayor tasa que la producción del sector petrolero, la cual estaba controlada por la OPEP.

En nuestra muestra de países, hay alta correlación entre el crecimiento del PIB y el incremento del poder de compra de las exportaciones² durante todo el periodo 1960-1983. A pesar de afirmaciones en contrario, entre

² El poder adquisitivo de las exportaciones de mercancías se define como su valor en dólares deflactado por los precios, en dólares, de las importaciones; o, para ser exactos, por los precios unitarios de las importaciones. Es decir, que es igual a los términos de intercambio multiplicados por el volumen de exportaciones. Supon

1966-1973 y 1973-1980, el crecimiento tendencial del poder adquisitivo de las exportaciones aumentó en cuatro de los seis países. También vale la pena señalar, por ejemplo, que entre 1972-1974 y 1979-1981, las exportaciones mexicanas, medidas en dólares corrientes, crecieron más rápidamente que las de Corea.

Como los precios del café y del petróleo permanecieron altos durante la década de los setenta, hay una clara diferencia entre el comportamiento de los términos de intercambio para Colombia, México y Venezuela, por una parte, y aquéllos para Argentina, Brasil y Chile, por otra. Los de estos últimos países declinaron entre 1973-1980.

En el mismo periodo, el volumen de las exportaciones creció rápidamente, excepto en el caso de Colombia y Venezuela. De los seis países analizados, sólo México mostró un crecimiento acelerado tanto de los términos de intercambio, como del volumen de las exportaciones. Por lo menos a partir de los años setenta, los países latinoamericanos han buscado la diversificación geográfica de sus exportaciones, alejándose de los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE); típicamente esta tendencia ha sido acompañada por una diversificación de las mercancías exportadas. La búsqueda de nuevos mercados para las exportaciones se aceleró fuertemente durante 1973-1980 en Argentina, Chile y Venezuela; avanzó menos en Brasil y retrocedió en Colombia a causa de la bonanza cafetalera; en México no encontramos una tendencia significativa hacia la diversificación.

Durante los años setenta, estos países diferían tanto en la filosofía que subyace en la política económica, como en su comportamiento y en las condiciones externas que los rodeaban. En un extremo, Chile se inclinaba hacia el libre comercio, el equilibrio en el presupuesto y el *laissez faire*; en otro, Brasil permanecía ligado al estatismo militarista orientado hacia un crecimiento que había dado resultados espectaculares entre 1966 y 1973. Este país y México contraían deudas en el exterior con mucho mayor ímpetu que la prudente Colombia.

En México y Venezuela la convertibilidad de la moneda y los movimientos de capitales estaban sujetos a menos restricciones que en Suecia, mientras que en Brasil y Colombia estaban severamente limitados. Los controles a las importaciones fueron desmantelados en Argentina y Chile, pero permanecieron como elementos cruciales del arsenal proteccionista de Brasil e incluso de México. En nuestra muestra para 1973-1980, pueden apreciarse diferencias sorprendentes de un país a otro en la elasticidad aparente de la demanda de importaciones respecto del ingreso.

go que los datos sobre el poder adquisitivo de las exportaciones obtenidas de la CEPAL son más confiables que aquellos que dan, por separado, los términos de intercambio y el volumen de exportaciones que aparentemente contienen errores que se compensan.

Comportamiento de la inversión

Habiendo esbozado este panorama general, situémonos a finales de 1980 (o incluso a mediados de 1981), y tratemos de detectar los síntomas de posibles problemas. Había, sin duda, indicios perturbadores. Hemos visto que la relación marginal capital-producto para Argentina, Chile y Venezuela, reflejaba una inversión con baja productividad. En el conjunto de América Latina había preocupación respecto a ciertos proyectos de inversión. La expansión en el área siderúrgica, en petroquímica y en aluminio alarmaba a quienes estaban conectados con esas áreas en las naciones industrializadas. En Brasil, la oposición consideraba como "proyectos faraónicos" las presas hidroeléctricas, las instalaciones atómicas y las plantas para producir el gasohol, o la construcción de ferrocarriles, transporte público subterráneo y otras obras de infraestructura. La oposición chilena dejaba ver que ninguno de los centros comerciales situados en las zonas residenciales de Santiago llegaría a generar las divisas necesarias para cubrir el servicio de la deuda externa. También señalaba desequilibrios entre la inversión pública y la privada o entre el sector productor de bienes comerciables y el sector productor de bienes no comerciables. Frecuentemente, las inversiones en éste se financiaban con créditos del exterior, por lo que surgía la duda de que las ganancias internas o las recaudaciones fiscales así generadas pudieran ser transformadas a dólares para cubrir el servicio de la deuda. Tanto en México como en Venezuela, como consta en la información disponible de cada país, el auge petrolero produjo un crecimiento de la inversión pública más acelerado que el de la privada. Entre 1972-1973 y 1979-1980, la inversión pública mexicana creció a una tasa anual promedio de 11.1%, mientras que la privada sólo aumentó a 6.7%. Las cifras correspondientes a Venezuela³ son de 10.6 y 5.0 por ciento, respectivamente. Las compras de armamento y la formación de capital emprendidas por militares inquietaron a buena parte de la población civil. La mayoría de las veces, sin embargo, esta inquietud se rechazaba, considerándola producto de motivaciones políticas o nacida de extranjeros que temían la competencia. De hecho, fueron pocas las críticas documentadas que cuestionaron seriamente la rentabilidad social *ex ante* de proyectos específicos. Menos frecuentes todavía fueron los señalamientos críticos fundamentados y debidamente desglosados en torno a la baja en la eficiencia de la inversión observada entre 1966-1973 y 1973-1980.

Tipo de cambio real

Entre 1973 y 1980, el tipo de cambio real argentino en relación al dólar tuvo un comportamiento inestable en torno a una tendencia a la aprecia-

³ Las fuentes se detallan en la nota 1.

ción, aun cuando caían los términos de intercambio y el gobierno anunciaba planes para liberar importaciones. Durante ese mismo periodo, el ritmo de depreciación real frente al dólar experimentado por Brasil parecía lento debido al deterioro de sus términos de intercambio. No más rápido fue el proceso de ajuste de los precios internos del petróleo y del tipo de cambio real a los nuevos precios relativos internacionales. En esos años Chile enfrentó un serio deterioro de sus términos comerciales y se encaminó hacia el libre comercio, hasta reducir prácticamente todos los aranceles al 10% en 1980; sin embargo, sólo experimentó una tendencia débil e inestable a la depreciación durante el periodo. De hecho, en todos los países, excepto Venezuela, el tipo de cambio real con relación al dólar fue más fluctuante durante 1973-1980 de lo que había sido en 1966-1973. La inestabilidad fue especialmente alta en Argentina y Chile.⁴

El comportamiento del tipo de cambio real a fines de los años setenta amerita una consideración más cuidadosa. Para ese periodo, extendiéndolo a los primeros años ochenta, el cuadro 1 presenta tipos de cambio definidos con relación al dólar y a una "canasta" de monedas. Tanto Argentina como Chile adoptaron la política de anunciar con anticipación el tipo de cambio nominal en relación con el dólar, con la esperanza de reducir la inflación rápidamente. La inflación aminoró, pero no con rapidez suficiente. En Argentina hubo una notable apreciación real entre 1977 y 1980; el tipo de cambio real en el periodo 1979-1981 estaba más sobrevaluado que durante el primero y segundo gobiernos de Perón. En Chile hubo una tendencia menos espectacular a la apreciación entre 1978 y 1981. En Brasil, el deslíz impidió una importante apreciación durante 1975-1979, mientras que en Colombia fue obstaculizada por la presión del auge cafetalero. En 1976, México abandonó la paridad nominal respecto al dólar establecida en 1954 y consiguió depreciaciones reales en 1976 y 1977, pero entre 1977 y 1982 hubo una apreciación real causada por el auge petrolero. Venezuela mantuvo su tipo de cambio nominal fijo, gracias a sus abundantes reservas de divisas, y al menos hasta 1979 logró mantener su inflación interna con el mismo ritmo que la de Estados Unidos. Tanto la apreciación real que se había dado para 1980 como la práctica de fijar la paridad en relación con el dólar, en especial si se anunciaba previamente, hicieron que estas economías fueran más vulnerables a los acontecimientos de principios de los años ochenta. Las reservas internacionales que apoyaban los compromisos en divisas se agotaron, sobre todo en aquellos países que no tenían control de cambios.

⁴ Las afirmaciones respecto a la inestabilidad de los tipos de cambio real en relación con el dólar, al igual que las anteriormente hechas sobre la inestabilidad de las tasas de crecimiento, se basan en el estudio del promedio de los errores cuadrados para la regresión tendencial correspondiente.

CUADRO 1

Tipos de cambio real, 1975-1983^a
Moneda local por dólar o por canasta de monedas (índice, 1980 = 100)

<i>País y punto de comparación</i>	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983
Argentina									
Dólar	280	208	234	179	127	100	129	305	288
Canasta	194	128	165	149	112	100	131	163	150
Brasil									
Dólar	79	78	76	76	82	100	95	98	134
Canasta	76	74	74	78	88	100	85	82	95
Chile									
Dólar	124	112	103	116	114	100	92	116	146
Canasta	140	120	99	111	112	100	83	94	110
Colombia									
Dólar	127	125	106	103	100	100	100	100	106
Canasta	119	113	102	103	99	100	94	88	89
México									
Dólar	93	105	127	117	111	100	92	138	154
Canasta	103	109	120	115	107	100	91	132	141
Venezuela									
Dólar	111	109	108	108	107	100	95	92	90
Canasta	115	111	105	107	108	100	92	85	80

^a Los tipos de cambio en relación con las canastas de divisas se calcularon como un promedio ponderado del tipo de cambio real de cada país con sus principales socios comerciales. Las ponderaciones usadas fueron el peso de los socios comerciales en las de importaciones y exportaciones. La inflación se midió por el índice de precios al mayoreo, con excepción de Chile, donde se emplearon precios al consumidor, ajustado para 1975-1978, por René Cortázar y Jorge Marshall. Los tipos de cambio reales en relación con el dólar se definieron como el tipo nominal anual promedio, deflactado por el índice de precios al consumidor, en cada país y en Estados Unidos.

Fuente: Para los tipos de cambio real en relación con las canastas de 1975-1980: CEPAL, *Economic Survey of Latin American*, 1981, Apéndice estadístico (Santiago de Chile, 1983) y número en imprenta para los datos preliminares para 1981-1983. El tipo de cambio real del dólar se calculó valiéndose de datos obtenidos del Fondo Monetario Internacional, *International Financial Statistics*, varios números, renglón rf, correspondiente a tipos nominales, y renglón 64 por lo que respecta a la inflación.

Deuda

Para 1980, los indicadores de la deuda externa conformaban un panorama diverso, aunque no necesariamente alarmante. Consideramos, primero, la deuda como porcentaje de las exportaciones (cuadro 2). Para Chile y Colombia este coeficiente era menor en 1980 que en 1973. Con la excepción de Brasil y México, en 1980 el coeficiente estaba dentro de límites permisibles. Aun en estas dos naciones había decrecido entre 1979 y 1980; México logró aminorarlo incluso entre 1975 y 1980.

El porcentaje de exportaciones que absorben los intereses de la deuda

CUADRO 2

**Principales coeficientes de la deuda por años seleccionados, 1973-1980^a
(Porcentajes)**

<i>País</i>	<i>1973</i>	<i>1975</i>	<i>1979</i>	<i>1980</i>
	Deuda a exportaciones totales			
Argentina	74.3	87.0	86.7	90.0
Brasil	107.0	139.0	197.3	169.7
Chile	191.7	202.6	101.4	75.2
Colombia	121.8	106.0	68.0	69.4
México	115.4	181.3	182.7	135.9
Venezuela	29.2	12.5	60.1	48.9
	Pago de intereses a exportaciones totales			
Argentina	5.3	7.4	5.7	7.5
Brasil	5.5	8.5	16.2	18.0
Chile	2.5	8.5	7.5	7.7
Colombia	4.9	5.1	4.6	4.8
México	7.1	13.1	17.8	15.5
Venezuela	1.9	1.0	4.0	5.5
	Reservas internacionales a deuda			
Argentina	57.4	27.2	135.2	91.3
Brasil	86.4	30.1	27.7	17.4
Chile	9.8	6.4	56.5	87.4
Colombia	28.9	26.7	149.4	159.1
México	30.1	16.4	10.6	12.4
Venezuela	207.3	790.4	134.5	122.9

^a La deuda se define como la deuda exterior que tiene un plazo de vencimiento original o renegociado de más de un año; comprende las obligaciones públicas y garantizadas públicamente tanto por pagar como gastadas.

Fuente: Banco Mundial, *World Debt Tables, 1983-1984* (Washington, D.C., 1984).

también señalado en el cuadro 2, había crecido desde 1973, pero su nivel distaba mucho de ser extraordinario aun para Brasil y México. Por último, en Argentina, Chile, Colombia y Venezuela las reservas internacionales eran tan altas o casi tan altas como la deuda exterior. En Brasil y México, este indicador había empeorado desde 1973, de tal suerte que el crecimiento de la deuda, sin contar con las reservas, podría haberse considerado como insostenible desde principios del decenio de los setenta. Sin embargo, en México las reservas petrolíferas parecían ser tan buen "aval" de la deuda externa como sus reservas internacionales.

Cassandra hubiera acertado al hacer predicciones sobre la deuda en 1980, pero sus pronósticos no habrían tenido una base cuantitativa, sino metafísica. Ya desde 1979 cualquier planificador brasileño prudente, por ejemplo, hubiera podido proponer para su país una reducción del crecimiento de la deuda y del PIB, pero sin precipitar una depresión mayor.⁵ En todos los de-

⁵ De hecho, esto se propuso en Brasil; véase Carlos F. Díaz Alejandro, "Some Aspects of the 1982-1983 Brazilian Payments Crisis", *BPEA*, 2: 1983, pp. 515-542; pe-

más países, tanto los indicadores de deuda como las medidas agregadas de solvencia, no parecían ser mucho peores a principios de los ochenta que en 1973. En 1980, todavía cabía recordar que tanto prestatarios como mercados de capitales negociaron sin mayor problema la recesión de 1974-1975.

Se podría argumentar que en el cuadro 2 sólo se incluyen la deuda pública y la garantizada por el sector público y que para 1980 la deuda privada no garantizada ya estaba saliéndose de control. Esto puede ser una verdad *ex post*, pero ahistórica. Las reglas del juego en 1980, implícitas y explícitas, eran que los agentes privados tenían que responsabilizarse de sus propios actos al conceder o solicitar préstamos, a menos que el gobierno garantizara explícitamente la transacción. Veamos lo que dice al respecto Walter Robichek, entonces director del Departamento "Hemisferio Occidental" del Fondo Monetario Internacional, al expresar su opinión personal en Santiago de Chile en 1980:

Yo diría que en el caso del sector privado, cualquier posible diferencia entre deuda interna y externa no es importante, haciendo caso omiso de la interferencia gubernamental en la transferencia de pagos por servicios o de otras políticas públicas evidentemente inapropiadas. Supuestamente, los riesgos cambiarios asociados a empréstitos del exterior son asumidos de la misma manera que los demás riesgos asociados a la contratación de préstamos, ya sea que provengan de fuentes internas o externas. . .

Es comprensible que ciertos flujos de ahorro externo hacia un país en desarrollo causen mayores preocupaciones que otros. En general, estos fondos se pueden agrupar en tres grandes categorías, a saber: los flujos hacia el sector privado sin garantía oficial, los flujos hacia el sector privado con garantía gubernamental y los flujos hacia el sector público. La posibilidad de que el ahorro externo sea invertido en forma rentable es mayor en el primer caso y, por tanto, debiera suponer menor riesgo en cuanto al servicio de la deuda. Con el apoyo de la garantía oficial se debilita en alguna medida la necesidad de que el ahorro externo se invierta en forma redituable, pero se minimiza el riesgo de interferencia gubernamental en la transferencia de pagos por servicio. En consecuencia, cualquiera de los dos flujos de ahorro al sector privado aleja la posibilidad de sobreendeudamiento, siempre que el apoyo oficial se conceda selectivamente. Con esta salvedad, es innecesario hacer distinciones en el contexto del presente trabajo, entre una y otra de las dos categorías.⁶

ro también véanse los comentarios de Richard N. Cooper, quien sostiene que en 1979 tal enfoque habría sido excesivamente conservador, *BPEA*, 2:1983, pp. 543-547.

⁶ E. Walter Robichek, "Some Reflections About External Public Debt Management", en el Banco Central de Chile, *Alternativas de políticas financieras en economías pequeñas y abiertas al exterior; Estudios Monetarios VII* (Santiago, Chile, diciembre de 1981), pp. 171-172. Resulta interesante ver como se rechaza, con una afirmación contundente a la Modigliani-Miller, el refrán de "demasiada deuda, muy poco capital" que se hizo popular a partir de 1982.

Todavía en 1980 preocupaba poco que la deuda exterior —pública o privada— pudiera haber servido para financiar consumo y no inversión. Muchos análisis serios concluían que el crecimiento de la deuda latinoamericana y de otros países de menor desarrollo no reflejaba un nivel de consumo insostenible, sino un aumento en la inversión, por lo que era poco probable que surgieran problemas de amortización. De hecho, parece que los esfuerzos encaminados a la formación de capital fueron reconocidos por el mercado financiero internacional, que otorgó buenas condiciones de crédito y sobretasas bajas, porque, seguramente, el nivel y la asignación de la inversión parecían seguros.⁷

Otra preocupación que se podría haber manifestado en 1980-1981 es que la deuda pública, si bien, al parecer, no sostenía malos proyectos de inversión o un nivel de consumo insostenible, sí financiaba la fuga de capitales privados. (No vale la pena discutir si, desde el punto de vista del bienestar nacional, es peor la fuga de capitales que la compra de armamento u otras formas de gasto.) ¿Acaso se observa que antes de 1982 el total de empréstitos públicos y empréstitos privados con garantía oficial fuera mayor que el déficit en cuenta corriente más la acumulación de reservas? El cuadro 3 ofrece un resumen de los déficits acumulados en cuenta corriente entre 1974 y 1981. En este resumen no se aprecia que Brasil y México mantuvieron déficit elevados a lo largo del periodo y que, por el contrario, Argentina y Chile acumularon la mayor parte de su desequilibrio entre 1979 y 1981. En el cuadro 3, el déficit en cuenta corriente se divide entre pago neto a factores y el resto. Se puede ver que durante todo el periodo 1974-1981, Argentina, Colombia y Venezuela tuvieron superávit en la cuenta corriente, si se excluye el pago a factores. Venezuela, con reservas que entonces parecían monumentales, tuvo incluso un superávit en el pago neto a factores y debe haberse beneficiado del aumento en las tasas de interés durante 1980-1981. Sólo Brasil, Chile y México lograron una entrada neta de recursos reales durante el auge del mercado internacional de capitales.

Hay pocas pruebas en el cuadro 3 de que los empréstitos públicos financiaran fugas masivas de capital privado neto. Los Cuadros de Deuda ("Debt Tables") del Banco Mundial no desglosan la información sobre la deuda puramente privada de Argentina, México y Venezuela, pero el último renglón del cuadro 3 ("omisiones"), muestra cifras pequeñas aunque negativas, sugiriendo, con ello, que el incremento neto de los activos privados en el extranjero era más o menos igual que el incremento neto de los pasivos privados en el exterior. (El renglón "omisiones", al igual que cualquier residual, registra también todo tipo de errores de medición.) En cuanto a Brasil, Chile y Colombia, para los cuales sí hay datos sobre deuda privada

⁷ Véase por ejemplo, Jeffrey D. Sachs, "The Current Account and Macroeconomic Adjustment in the 1970s", *BPEA*, 1:1981, especialmente pp. 243-247, y Robert Solomon, "The Debt of Developing Countries: Another Look", *BPEA*, 2:1981, pp. 93-607.

CUADRO 3

Déficit acumulados en cuenta corriente y su financiamiento. Seis países latinoamericanos y Corea, 1974-1981
(Miles de millones de dólares)

<i>Medida</i>	<i>Argentina</i>	<i>Brasil</i>	<i>Chile</i>	<i>Colombia</i>	<i>México</i>	<i>Venezuela</i>	<i>Corea</i>
Déficit acumulados en cuenta corriente	7.6	68.4	10.4	1.2	43.5	-8.7	19.1
Pagos netos a factores	9.4	36.7	5.1	2.1	30.1	-0.7	n.d.
Otros pagos netos en cuenta corriente	-1.8	31.7	5.3	-1.0	13.4	-8.0	n.d.
Incrementos en las reservas internacionales	2.3	0	3.3	5.0	2.4	18.3	4.8
Necesidades totales de financiamiento	9.9	68.4	13.7	6.2	45.8	9.6	24.0
Inversiones extranjeras directas	2.4	13.5	0.4	0.6	9.3	-0.5	0.4
Otras entradas netas de capital	7.5	54.9	13.2	5.6	36.5	10.1	23.5
Incremento neto en las deudas pública y privada con garantía oficial	7.8	37.0	1.7	3.1	37.2	9.8	14.8
Incremento neto en deuda privada registrada ejercida pero no garantizada	n.d.	14.6	7.8	0.5	n.d.	n.d.	1.0
Omisiones	-0.3	3.3	3.8	1.9	-0.7	0.3	7.7

n.d. No disponible.

Fuente: FMI, *Balance of Payments Yearbook e International Financial Statistics Yearbook*, 1980 a 1983; Comisión Económica para América Latina; Banco Mundial, *World Debt Tables, 1983-1984 y World Tables*, vol. 1 (Washington, D.C., 1983).

que reflejan una entrada de capital, el renglón “omisiones” del cuadro 3 es de signo positivo, lo que sugiere que las entradas de capital privado neto fueron aún mayores. Puede argumentarse que la sobrefacturación de importaciones y la subfacturación de las exportaciones exageran los déficit en la cuenta corriente y reducen el residuo del cuadro 3. Por otra parte, los datos oficiales pueden haber excluido algunas importaciones gubernamentales, especialmente de armas.

El cuadro 3 también muestra que la virtud de los coreanos no reside en su preferencia por el financiamiento a través de formación de capital en lugar de endeudamiento. Brasil depende de la inversión extranjera en mucho mayor medida que Corea, tanto en términos absolutos como relativos. En Chile durante los años considerados, la legislación sobre inversión extranjera no fue especialmente restrictiva. Frente a sus necesidades de financiamiento, este país registra una enorme entrada de deuda en la cuenta privada no garantizada.

Tanto Argentina como Chile estimularon una expansión malsana de la intermediación financiera interna a finales de los setenta; los bancos y los consorcios financieros se sintieron apoyados por sus gobiernos —de hecho aunque no de derecho— y observaron un comportamiento desmedido, endeudándose masivamente con bancos del exterior, los cuales compartían su entusiasmo ante la liberalización financiera.⁸

No deja de ser cierto que en 1980-1981 los gobiernos y las empresas públicas de varios países incrementaron rápidamente sus gastos. México y Venezuela parecían creer, al igual que la mayoría de los expertos internacionales, que los precios reales del petróleo continuarían al alza y que podrían financiar todo tipo de proyectos de desarrollo. Por su parte, los militares que detentaban el poder en Argentina y Chile se armaron para la guerra (a la vez que los tecnócratas “racionales” de esos regímenes, orgullosamente eliminaban ineficiencias en la esfera civil).

Por último, incluso los observadores que dudaban de la estabilidad y de la perfección de los mercados internacionales de capitales, tal como éstos operaban en 1980-1981, pensaron que, de producirse una crisis económica mundial de grandes proporciones, las naciones latinoamericanas endeudadas podrían utilizar su poder de negociación para aligerar la carga de la deuda, tal como lo habían hecho en los años treinta.⁹

⁸ Para mayor información, véase Carlos F. Díaz-Alejandro “Good-bye Financial Repression, Hello Financial Crash”, en *Journal of Development Economics* (en prensa). Los intermediarios financieros estaban mejor supervisados en otros países, aunque también en ellos se dieron excesos y errores de supervisión, incluso en Colombia.

⁹ Véase p. 35, último párrafo, en Edmar L. Bacha y Carlos F. Díaz-Alejandro, *International Financial Intermediation: A long and Tropical View*, Essays in International Finance 147 (Universidad de Princeton, Sección de Finanzas Internacionales, mayo de 1982), yo escribí ese párrafo.

Resumen: la situación en 1980-1981

Para 1980-1981 la mayoría de los países estudiados se enfrentaba a la necesidad de hacer ajustes y reformas. Tales arreglos hubieran sido necesarios incluso si la economía mundial hubiera continuado comportándose durante el resto de la década como lo había hecho en los años setenta. Tipos de cambio sobrevaluados, sistemas financieros nacionales frágiles y presupuestos fuera de control, aunados a la lucha estéril contra la inflación, requerían una acción urgente. Antes de la década de los setenta, los inversionistas extranjeros tenían muy pocos valores latinoamericanos en sus carteras. Pero a fines del decenio la situación era bien distinta. Después de ese ajuste único en los acervos, era de esperarse que, durante los años ochenta, los flujos de capital fueran menores que en los setenta, al menos en el caso de Brasil y México. También podía preverse que fuera necesario ofrecer mayores sobretasas y menores plazos para inducir a prestamistas potenciales a asumir los riesgos crecientes previstos para los años ochenta.¹⁰

Para 1980-1981 los países estudiados requerían ajustes y reformas de envergadura, pero no tenían por qué propiciar depresiones traumáticas. Brasil ya había hecho algunos ajustes para 1981. En Argentina y Chile, las inevitables devaluaciones reales tenían que causar fuertes recesiones y tensión financiera, pero, por la historia financiera de esos países, era de esperar que a una aguda recesión seguiría rápidamente una recuperación. En 1981, muy pocos observadores hubieran pronosticado que durante la década que comenzaba, Colombia, México y Venezuela habrían de crecer a tasas mucho menores que las que registraron en la posguerra. Cabe hacer notar que mientras Brasil, Colombia, México y Venezuela se conservaban a distancia del FMI, Argentina y Chile parecían mantener excelentes relaciones con la institución de la que supuestamente recibían asesoría sobre fijación de tipos de cambio y otras medidas. De hecho, financieros y economistas internacionales eminentes presentaban a Argentina y Chile, en 1980 y 1981, como ejemplos de manejo económico. La asesoría a esos y otros países tercermundistas se difundió (lucrativamente) durante esos años e incluyó a algunos de

¹⁰ Esto lo afirmó Paul A. Volcker en marzo de 1980. En la misma ocasión dijo: "La impresión que tengo al analizar los datos que he revisado es que el proceso de reciclaje todavía no ha llevado los riesgos de prestamistas y prestatarios hasta un punto irracional o insostenible en el agregado, especialmente para los bancos norteamericanos, cuya participación en los préstamos bancarios totales a países en vías de desarrollo no petroleros ha decrecido en los últimos años y cuya participación en los derechos sobre estos países en activos totales también se ha reducido. Pero ahora existen problemas, y no dudo que continuarán presentándose en el futuro". Paul A. Volcker, "The Recycling Problem Revisited", *Challenge*, vol. 23 (julio/agosto de 1980), p. 13.

Resulta irónico que los bancos que trataron de acortar los plazos para cubrirse contra los riesgos mayores de los años ochenta, hayan acabado con préstamos casi perpetuos en sus libros.

los más conocidos financieros de Nueva York.¹¹ De éstos, pocos han podido decir que advirtieron a sus asesorados acerca de la crisis que se avecinaba.

La crisis

Pasaré ahora a la crisis en sí misma, describiendo primero los choques que América Latina recibió del exterior durante los primeros años ochenta. Tras examinar las políticas de ajuste aplicadas en los seis países para hacer frente a la crisis, revisaré el pobre crecimiento económico que resultó de ello.

Los choques externos

El cuadro 4 resume las variables clave con los valores que registraron al acontecer la crisis. Hasta 1981-1982 los créditos bancarios frescos excedieron con creces los pagos netos por intereses de los países estudiados. Sólo un observador superficial podría haber etiquetado la situación como un "plan Ponzi", como algunos lo han hecho recientemente. Como ya señalamos, durante los años setenta se había producido un ajuste en las carteras internacionales que compensaba con creces los cuarenta años de flujos insignificantes de capital privado externo hacia América Latina. En Argentina, Chile y México, los préstamos nuevos entre 1979 y 1981 alcanzaron más de la mitad del valor de las exportaciones. Incluso Brasil y Chile, tan escasos de combustible, tenían un buen remanente de divisas después de pagar los intereses de su deuda y el petróleo importado. En Argentina, Brasil, Chile y México, ese residual (préstamos, más exportaciones, menos petróleo, menos intereses) tuvo un colapso dramático de 1981 a 1982. En Colombia y Argentina ya había ocurrido una severa contracción en 1981.

De 1981 a 1982, Argentina y Chile sufrieron una reducción de préstamos (incluyendo los "involuntarios") mayor que la caída de exportaciones. En éstos y otros países latinoamericanos, las fluctuaciones cíclicas de los préstamos convirtieron lo que ya era una seria reducción de las exportaciones en la peor crisis latinoamericana desde principios de los años treinta. En todos los países considerados, las salidas de divisas por pago de intereses en rápido ascenso, fueron mayores en 1982 y en 1983 que las entradas por concepto de préstamos nuevos. En contraste con 1974-1975, el choque externo real fue amplificado por uno financiero. Es posible que éste sea más duradero y dañino para las economías latinoamericanas que aquél.

Vale la pena ir más allá de estos simples fenómenos para examinar con mayor detalle la baja en las entradas de capital privado y en el poder adqui-

¹¹ Ann Crittenden, "Consultants to the Third World: Three Investment Banks Join to Sell Advice", *New York Times*, 23 de septiembre de 1980, p. D1.

CUADRO 4

Préstamos, exportaciones, intereses e importación de petróleo, 1979-1983^a
(Miles de millones de dólares)

<i>País y concepto</i>	1979	1980	1981	1982	1983
Argentina					
Préstamos bancarios frescos, neto	6.35	5.91	4.00	-0.77	1.19
Exportación de mercancías, FOB	7.81	8.02	9.14	7.63	7.71
Subtotal	14.16	13.93	13.14	6.83	8.90
Todos los pagos de intereses, neto	0.49	0.95	2.96	4.40	4.98
Importación de petróleo	0.35	0.53	0.30	0.16	0.16
Residual	13.32	12.45	9.88	2.27	3.76
Brasil					
Préstamos bancarios frescos, neto	5.08	6.51	6.29	6.48	1.38
Exportación de mercancías, FOB	15.24	20.13	23.28	20.17	21.90
Subtotal	20.32	26.64	29.57	26.65	23.28
Todos los pagos de intereses, neto	4.10	6.31	9.16	11.35	9.56
Importación de petróleo	6.44	9.85	11.01	10.21	7.90
Residual	9.78	10.48	9.40	5.09	5.82
Chile					
Préstamos bancarios frescos, neto	1.78	2.17	2.91	0.86	0.52
Exportación de mercancías, FOB	3.83	4.71	3.84	3.71	3.83
Subtotal	5.61	6.88	6.75	4.57	4.35
Todos los pagos de intereses, neto	0.63	0.85	1.34	1.79	1.63
Importación de petróleo	0.79	0.73	0.60	0.25	0.19
Residual	4.19	5.30	4.81	2.53	2.53
Colombia					
Préstamos bancarios frescos, neto	1.40	0.80	0.61	0.67	0.39
Exportación de mercancías, FOB	3.51	4.06	3.22	3.55	3.02
Subtotal	4.91	4.86	3.83	4.22	3.41
Todos los pagos de intereses, neto	0.21	0.16	0.30	0.72	0.62
Importación de petróleo	0.30	0.52	0.57	0.62	0.49
Residual	4.40	4.18	2.96	2.88	2.30
México					
Préstamos bancarios frescos, neto	7.49	10.24	14.49	3.45	3.95

(Continuación)

<i>País y concepto</i>	<i>1979</i>	<i>1980</i>	<i>1981</i>	<i>1982</i>	<i>1983</i>
Exportación de mercancías, FOB	9.30	16.07	19.94	21.23	21.40
Subtotal	16.79	26.31	34.43	24.68	25.35
Todos los pagos de intereses, neto	3.01	4.45	7.00	9.63	8.80
Residual	13.78	21.86	27.43	15.05	16.55
Venezuela					
Préstamos bancarios frescos, neto	5.68	2.80	0.97	0.37	-0.65
Exportación de mercancías, FOB	14.16	19.05	19.96	16.33	13.80
Subtotal	19.84	21.85	20.93	16.70	13.15
Todos los pagos de intereses, neto	-0.31	-0.65	-0.92	1.13	1.72
Residual	20.15	22.50	21.85	15.57	11.43

* Los préstamos nuevos netos, incluso los "involuntarios" o "concertados", son los cambios en las posiciones externas a fin de año (activos) de los bancos en el área del Banco de Pagos Internacionales (BPI), más algunas sucursales *offshore* de bancos norteamericanos.

Fuente: Préstamos frescos, neto, cuadro 5, BPI, *International Banking Statistics, 1973-1983* (Basilea, abril de 1984). Exportación de mercancías FOB y pago neto de intereses, Comisión Económica para América Latina, *Economic Survey for Latin America 1983* (Santiago de Chile, en prensa). Importación de petróleo, Banco Interamericano de Desarrollo, *External Debt and Economic Development in Latin America; Background and Prospects* (Washington, D.C., enero de 1984), p. 43.

sitivo de las exportaciones. El choque financiero ya se había hecho evidente en algunos países para la primera mitad de 1982. La crisis de deuda en Polonia se manifestó en el segundo semestre de 1981 y la guerra por las islas Malvinas/Falkland comenzó en 1982. Durante ese semestre fatídico, los préstamos netos a Argentina se volvieron negativos, al paso que los concedidos a México aumentaban dramáticamente.¹² Entre el segundo semestre de 1981 y el primero de 1982 México recibió 17 000 millones de dólares en préstamos nuevos. El presidente en turno se burlaba de aquellos tecnócratas que le habían advertido sobre los límites del endeudamiento externo. En ese mismo año se concedieron a Brasil créditos sin precedente.

Aun con los préstamos "involuntarios" o "concertados", en el segundo semestre de 1982 y el primero de 1983 hubo, salvo en Colombia, un colapso abrupto en las entradas netas de capital. Esos flujos anuales se hicieron negativos para Chile, México y Venezuela. Es interesante el hecho de que los créditos a Chile aumentaran considerablemente durante el segundo semestre de 1983, después de haber estado sujetos a fuertes recortes en el primer semestre. Estos datos son consistentes, por una parte, con los rumo-

¹² Los datos sobre los nuevos préstamos netos se obtuvieron igual que los del cuadro 4.

CUADRO 5

Exportaciones y préstamos, 1981-1983
(Cambio porcentual en relación con el mismo periodo del año anterior)

País y concepto	1981		1982		1983	
	Primera mitad	Segunda mitad	Primera mitad	Segunda mitad	Primera mitad	Segunda mitad
Argentina						
Exportaciones	21	7	-7	-28	-11	18
Exportaciones más créditos	2	-14	-38	-60	8	72
Brasil						
Exportaciones	18	14	-10	-17	6	11
Exportaciones más créditos	0	20	6	-21	-9	-16
Chile						
Exportaciones	-18	-15	-4	-6	-1	2
Exportaciones más créditos	5	-6	-7	-55	-50	80
Colombia						
Exportaciones	-28	-23	9	3	-9	4
Exportaciones más créditos	-33	-19	15	2	7	-23
México						
Exportaciones	41	6	-12	30	9	-5
Exportaciones más créditos	29	31	8	-55	-25	54
Venezuela						
Exportaciones	23	-1	-29	-13	-3	-14
Exportaciones más créditos	16	-10	-25	-21	-13	-17

Fuente: Las exportaciones se refieren sólo a las de mercancías, renglón 70.d, FMI. *International Financial Statistics*, varios números. Venezuela, renglón 70; exportaciones en bolívares convertidos a dólares a razón de 4.29 bolívares por dólar. México, renglón 77 aad hasta 1982; 1983, renglón 70 (exportaciones en pesos) y renglón rf (tipo de cambio promedio con el dólar). Préstamos, ver nota del cuadro 4.

res de que los bancos presionaron a Chile para que garantizara *ex post* la deuda externa concertada por intermediarios chilenos privados y, por otra, con el colapso del gobierno ante esta presión a mediados de 1983.

La reducción del valor en dólares de las exportaciones precedió a la caída de los préstamos, con excepción de Argentina, donde ambas variables se redujeron durante el primer semestre de 1982. Como aparece en el cuadro 5, las exportaciones de Chile y de Colombia habían disminuido en la primera mitad de 1981; las de Venezuela en el segundo semestre del mismo año y las de Brasil y México en el primer semestre de 1982. Los préstamos contracíclicos fueron escasos y de corta duración. En Argentina, Chile, Colombia y Venezuela, el valor absoluto de los préstamos más las exportaciones había disminuido considerablemente para el segundo semestre de 1981. Brasil y México sólo escaparon a esta baja hasta la segunda mitad de 1982. A partir de entonces se hizo fulminante para México.

Un factor importante en la baja de exportaciones manifiesta en 1981-1983 fue el deterioro de los términos de intercambio, que, en mayor o menor grado, experimentaron los seis países. Para algunos, la caída fue semejante a la ocurrida a principios de los años treinta. De 1979 a 1983 Brasil vio descender sus términos de intercambio en 38.5% (cuadro 6). Chile y Colombia sufrieron una baja de 25% aproximadamente. Para México y Venezuela el deterioro experimentado en 1981-1983 no revirtió las ganancias obtenidas en 1969 y 1980.

En Chile, México e incluso Brasil, el volumen de las exportaciones tuvo un comportamiento excelente durante 1982-1983, dadas las circunstancias favorables en el exterior. Venezuela acató las restricciones impuestas por la OPEP sobre el volumen de exportaciones petroleras, mientras que Colombia, además de resentir la recesión internacional y el final de la bonanza cafetalera, sufrió las consecuencias del colapso petrolero en sus vecinos Ecuador y Venezuela, cuyas fronteras con Colombia son permeables.

Los datos sobre el volumen de exportaciones muestran que los países seriamente endeudados han hecho esfuerzos importantes para consumir la transferencia real de, al menos, los costos por intereses. La información también sugiere, sin embargo, que tal afán se frustra en parte por el deterioro de los términos de intercambio que, hasta cierto punto, podría ser endógeno. Para 1983 las agudas devaluaciones reales habidas en la mayoría de las naciones latinoamericanas, combinadas con recesiones internas, dieron un impulso vigoroso a las exportaciones. Con tantos países empeñados en el mismo esfuerzo, era natural que se resintieran los términos de intercambio. Si bien este fenómeno inhibió el proceso de transferencia, ayudó a los países industrializados en su lucha contra la inflación, puesto que les suministró productos primarios y manufacturas simples a precios muy bajos.¹³

¹³ Aun cuando en algunos casos se impidió la llegada de esos productos baratos en los mercados de los países desarrollados por razones proteccionistas. Así los

CUADRO 6

**Indicadores del comercio exterior, 1979-1983^a
(Porcentajes)**

País	Diferencia del año anterior					Cambio acumulado 1978-1983
	1979	1980	1981	1982	1983	
Términos de intercambio						
Argentina	1.5	16.2	-5.4	-7.7	-3.3	-0.5
Brasil	-8.8	-15.6	-16.8	-3.7	-0.2	-38.5
Chile	7.2	-8.2	-21.2	-10.4	7.5	-25.3
Colombia	-13.7	-2.5	-22.6	13.5	2.2	-24.5
México	11.7	24.0	-1.2	-17.9	-3.7	8.3
Venezuela	29.6	27.1	-0.8	0.1	-7.4	51.4
Volumen de las exportaciones						
Argentina	-1.2	-12.5	16.8	-5.6	9.6	4.4
Brasil	12.0	22.3	25.0	-6.6	15.4	84.4
Chile	19.1	9.1	-3.8	16.1	3.4	50.1
Colombia	18.7	-1.0	-3.8	1.2	-11.4	1.5
México	17.6	23.6	18.8	22.4	12.6	137.7
Venezuela	11.8	-8.4	-5.4	-13.8	-4.0	-19.8
Poder adquisitivo de las exportaciones						
Argentina	0.2	1.5	10.6	-12.9	6.0	3.8
Brasil	2.2	3.2	4.0	-10.2	15.3	13.6
Chile	27.8	0.1	-24.1	3.9	11.2	12.1
Colombia	2.5	-3.5	-25.5	14.9	-9.6	-23.4
México	31.3	53.3	17.3	0.6	8.4	157.4
Venezuela	44.8	16.4	-6.2	-13.8	-11.1	21.3

^a Los términos de intercambio se definen como los precios en dólares de mercancías exportadas FOB divididos entre los precios en dólares de la importación de mercancías valuadas al costo, más seguro y fletes. El volumen de las exportaciones cubre exclusivamente el de las mercancías.

Fuente: CEPAL, *Economic Survey for Latin America, 1983*.

A la reducción del valor de las exportaciones latinoamericanas de 1981 a 1983, se aunó una importante reversión de la tendencia a la diversificación de los mercados iniciada en la posguerra. Con pocas excepciones, ha habido una caída dramática de las exportaciones hacia otras naciones latinoamericanas y a los miembros de la OPEP. La integración económica de América Latina y del Tercer Mundo se manifestó como un apoyo débil en tiempos de crisis. Para la mayoría de los países, Estados Unidos se ha con-

precios *spot* del azúcar en el "mercado libre mundial" fueron de 4.55 centavos de dólar por libra al 12 de julio de 1984; el precio correspondiente en Estados Unidos (protegido por cuotas) fue de 21.95 centavos de dólar por libra (*Wall Street Journal*, "Cash Prices", 16 de julio de 1984, p. 28). Durante 1974 el precio del azúcar en el "mercado libre mundial" alcanzó un nivel récord de 60 centavos de dólar por libra.

vertido en el único gran mercado en expansión; el estancamiento de Europa y Japón y el proteccionismo impuesto por estos compradores son fenómenos patentes en las cifras de exportaciones latinoamericanas.¹⁴

Las tasas nominales de interés sobre los préstamos del exterior, por encima de lo esperado, explican la mayor parte del incremento que registró desde 1979 el pago neto por intereses, como se indica en el cuadro 4.¹⁵ Un hecho menos conocido es que las tasas de interés real sobre préstamos externos alcanzan niveles extraordinarios cuando se calculan tomando los índices de precios apropiados para América Latina. Los índices de precios en dólares corrientes (valor unitario) para las exportaciones e importaciones latinoamericanas han bajado desde 1980. Según la CEPAL, registraron la siguiente tasa de cambio anual promedio:

	1965-1966 a 1972-1973	1972-1973 a 1979-1980	1979-1980 a 1982-1983
Precios en dólares de las exportaciones	7.5	8.6	-3.7
Precios en dólares de las importaciones	4.2	15.6	-1.1
Precios promedio en dólares de importaciones y exportaciones	6.0	11.9	-2.3
<i>Addendum</i>			
Precios al mayoreo en Estados Unidos	3.7	10.3	6.8

Suponiendo que los índices de valor por unidad de exportaciones e importaciones reflejen apropiadamente el comportamiento de los precios, podemos usar su promedio como el nivel de precios internacional pertinente.¹⁶ Mientras que de 1965 a 1973 y de 1972 a 1980 este indicador de precios creció un poco más que los precios al mayoreo en Estados Unidos, en 1979-1983 el crecimiento anual fue 9% menos. Por tanto, la tasa de interés real *ex post* pagada por América Latina a principios de los ochenta es aproximadamente nueve puntos porcentuales mayor que la tasa, de por sí alta, calculada con el índice de precios de Estados Unidos.

En suma, en 1981 las exportaciones latinoamericanas ya resentían la re-

¹⁴ Estos datos pueden encontrarse en FMI, *Direction of Trade Statistics, Yearbook 1984* (Washington, D.C., 1984).

¹⁵ Para un desglose de los pagos por intereses causados por el incremento de la deuda, y por el aumento de las tasas de interés, véase Díaz-Alejandro, "1981-1983 Brazilian Payment Crisis", p. 526.

¹⁶ En *International Financial Intermediation*, p. 12, Bacha y Díaz-Alejandro definen el empleo de una suma ponderada de precios en dólares de las exportaciones e importaciones para deflactar el pago de intereses sobre la deuda en vez de otros de factores posibles.

cesión internacional, manteniéndose, con ello, en un patrón cíclico que se remonta, por lo menos, al último siglo de la historia económica de países que, como los estudiados, dependen de divisas extranjeras. Los bancos, que se habían convertido en importantes proveedores de dólares, continuaron otorgando préstamos, a veces asiduamente, a algunos países, pero al paso del tiempo decidieron detenerlos. Incluso limitaron los créditos comerciales a corto plazo. Aparentemente, los bancos que encabezaron la estampida fueron aquellos que enfrentaban riesgos relativamente pequeños en la región. Los bancos de los centros financieros norteamericanos parecen haber perseverado y aun incrementado sus riesgos, de por sí considerables. De cualquier forma, los países latinoamericanos que no tenían grandes reservas de liquidez internacional tuvieron que enfrentarse a severas crisis de pagos.

Resulta difícil aceptar que la conducta de los prestamistas en 1982 sea un ejemplo de racionalidad económica colectiva. Aunque a principios de 1982 se publicara nueva información apuntando la conveniencia de involucrarse menos en América Latina, es poco probable que el camino racional hacia esa meta fuera el cambio brusco que se eligió. La magnitud del cambio que registraron los flujos de capital a partir de la segunda mitad de 1982 indica que los créditos concedidos con anterioridad eran demasiado altos, que los concedidos posteriormente fueron demasiado bajos, o ambas cosas. El comportamiento de los bancos durante 1982 ilustra la vulnerabilidad de los mercados financieros a las crisis. En la raíz de la crisis hay externalidades que alejan la racionalidad colectiva de la individual. Como señala la teoría, los préstamos otorgados durante tiempos difíciles toman el carácter de bien público.¹⁷

El suministro de bienes públicos debe responder a decisiones colectivas. Esto explica por qué, desde mediados de 1982, la Reserva Federal, la Tesorería de Estados Unidos, el FMI, el Banco de Pagos Internacionales y los grandes bancos privados concertaron medidas para crear lo que yo llamaría un dispositivo ordenado para la comercialización de créditos internacionales. Esto, que desde el punto de vista del prestamista puede ser simple corrección de imperfecciones del mercado apenas entonces reconocidas y vehementemente negadas durante diez años de discusión sobre el orden económico internacional, desde el punto de vista del prestatario constituye, más bien, un cártel de acreedores. Un consorcio encargado de otorgar créditos para remediar fallas de mercado debiera incluir tanto a deudores como a acreedores.¹⁸ De otro modo, la regulación motivada por el deseo de co-

¹⁷ Véase Paul R. Krugman "International Debt Strategies in an Uncertain World" (Massachusetts Institute of Technology, 1984) y Jeffrey D. Sachs, *Theoretical Issue on International Borrowing*, Estudios en Finanzas Internacionales, 54 (Universidad de Princeton, Sección Finanzas Internacionales, julio de 1984).

¹⁸ Como dijo Charles P. Kindleberger: "El papel del prestatario de última instancia consiste en proporcionar el bien público de la estabilidad en vez de servir a

rregir las externalidades, podría crear utilidades monopólicas, fenómeno ampliamente documentado en la historia de la reglamentación a que se sujetan muchas industrias en los países de la OCDE. En pocas palabras, el colapso en 1982 de un mercado internacional de capitales razonablemente competitivo, pese a sus defectos (al menos para América Latina), constituye el mayor choque externo a la región durante los primeros años.

Políticas de ajuste

Tal vez las decisiones más importantes tomadas por los países latinoamericanos desde mediados de 1982 hayan sido, por una parte, continuar cubriendo el servicio de la deuda externa, aun con retrasos o rezagos y, por otra, conceder facilidades extraordinarias para hacer frente al servicio de la deuda externa privada, que en algunos casos ha sido explícitamente socializada. Esta conducta contrasta agudamente con la política adoptada al principio de los años treinta por la mayoría de esos países. En páginas posteriores revisaremos el alcance que tiene un desconocimiento de la deuda. Discutamos ahora brevemente las razones que apoyan una política contraria al *laissez faire* en relación con la deuda externa privada.

Hasta un gobierno suficientemente fuerte para librarse de las presiones políticas por parte del sector privado, puede titubear al vislumbrar la posibilidad de que quiebren grandes empresas financieras y no financieras. Las externalidades causadas por quiebras de intermediarios financieros privados son claras, pero incluso las quiebras de empresas no financieras pueden considerarse como factor que agrava una recesión y destruye los bienes públicos, laboriosamente construidos a lo largo de muchos años de sostener a las empresas "en pañales". Esto es especialmente válido en países donde la capacidad empresarial es relativamente escasa, o los mercados de capital internos tan imperfectos y las leyes sobre bancarrotas tan pobres que pueden poner a empresas sanas al borde de la quiebra. La mayor parte de los argumentos a favor del rescate de Chrysler tendrían, por fuerza, que aplicarse también al Grupo Alfa y a otros casos latinoamericanos de la misma índole. El temor de que las empresas nacionales en problemas pueden caer en manos de extranjeros refuerza la necesidad de ayudarlas. Nótese que, en muchos países, los bancos privados locales avalaron los préstamos del exterior concertados por las compañías nacionales. La quiebra de estas compañías era una amenaza para la banca local y fomentaba el temor de que suscitara un pánico financiero o de que el sector privado en su totalidad quedara en manos de extranjeros.

El hecho de que, bajo el patrocinio oficial, a las empresas en peligro

una clase, casta, o un interés nacional o privado". Kindleberger, *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises* (Basic Books, 1978), p. 223.

se les auxiliara subsidiando el servicio de su deuda externa, requiere una explicación más amplia. Una de las razones es que, con devaluaciones masivas, la carga que representa el servicio de la deuda es muy grande. Otra es que los bancos privados internacionales han presionado a los países latinoamericanos para que ayuden a las empresas endeudadas con ellos. La presión no ha sido sutil. Por ejemplo, el Wells Fargo Bank, con sede en San Francisco, ha amenazado repetidamente con “declarar la suspensión de préstamos al sector público [venezolano], si no se ponían al día los pagos de las deudas privadas”.¹⁹ Según parece, en 1984 el gobierno de Colombia fue presionado para que se hiciera cargo de la deuda de algunos bancos privados colombianos establecidos en Panamá. Ahora que los bancos pueden coordinar sus acciones sin temor a objeciones antitrust, la amenaza de reducir los créditos comerciales a corto plazo ha demostrado ser muy efectiva para controlar a los países que, al renegociar la calendarización de la deuda pública, se resisten a responsabilizarse de la deuda privada.

Si alguien hubiera propuesto en 1980-1981 que ninguna empresa privada en América Latina recibiera empréstitos del exterior sin el aval previo del gobierno, se le habría acusado de abierto intervencionismo o de algo peor. Sin embargo, semejante control sobre los créditos del exterior ha sido ahora impuesto a los gobiernos latinoamericanos por el consorcio crediticio internacional, aun los que están a favor del *laissez faire*.

El problema de endeudamiento de las empresas latinoamericanas, tanto públicas como privadas, se vio agravado por las devaluaciones abruptas y masivas de principios de los ochenta. Como se muestra en el cuadro 1, las devaluaciones reales son mayores cuando se miden respecto al dólar, que cuando se usan “canastas” de monedas. No obstante, las devaluaciones en Argentina (desde 1980), Brasil (desde 1982), Chile (desde 1981) y México (desde 1981), han sido notables. En la mayoría de los países, la devaluación se manifiesta de manera más abrupta si se calcula respecto al salario nominal; es decir, los salarios reales en términos de bienes comerciables y servicios, parecen haberse reducido sustancialmente. (Durante 1983, Venezuela adoptó tipos de cambio múltiple que no aparecen en el cuadro 1.) Pocos empresarios o banqueros extranjeros debieron haber sido sorprendidos por estas devaluaciones reales, a pesar de que su calendarización y magnitud fueran inciertas. Supuestamente las sobretasas sobre la LIBOR cubrirían, entre otras cosas, el riesgo que resulta de un cambio brusco en el medio financiero.

¹⁹ Esta es una cita directa de Dorreen Hemlock, en su artículo “Bureaucratic Logjam Delays Venezuelan Debt”, *Wall Street Journal*, 27 de julio de 1984, p. 22. En ese artículo también se dice que “al principio, los bancos se negaron incluso a negociar la deuda oficial hasta que Caracas aceptó subsidiar con 2 500 millones de dólares a la deuda privada. Los banqueros estaban dispuestos a iniciar las pláticas en esa semana porque según ellos habían visto signos de que el *impasse* de la deuda privada se estaba resolviendo”. Se dice que el gobierno venezolano tuvo la osadía de limitar los subsidios a la deuda neta —la diferencia entre la deuda externa de una empresa y sus activos en el extranjero— y que allí empezaron los problemas.

Al igual que a principios de los años treinta, las devaluaciones fueron, en mayor o menor medida, producto de las circunstancias y se impusieron después de haber intentado vanamente defender la paridad cambiaria vendiendo a un precio bajo dólares socialmente caros provenientes de la reserva del banco central. Una vez que se dieron las devaluaciones reales, se reforzaron o reintrodujeron otros mecanismos para reprimir importaciones. Incluso México y Venezuela, habituados a una moneda libremente convertible, impusieron controles "temporales" que aún están vigentes: después de ahogado el niño se tapó el pozo. Como Brasil y Colombia ya tenían control de cambios al principiar la crisis, pudieron manejar las devaluaciones reales y otros cambios de política de una manera más ordenada.

La severidad de las restricciones a las importaciones y del control de cambios durante 1983-1984 ha variado considerablemente entre los seis países estudiados: la restricción a las importaciones es mucho más fuerte en Brasil y Colombia que en Chile; el control de cambios en México es administrado por funcionarios que lo rechazan, en contraste con lo que ocurre en Argentina y Colombia. Aun cuando aumentó el arancel chileno con relación al nivel que tenía en 1982, seguía siendo, hasta agosto de 1984, uno de los más bajos en América Latina, en tanto que el brasileño es impenetrable.

La política monetaria y fiscal de los seis países ha adoptado un cariz más restrictivo. En Brasil y México, la expansión monetaria en 1983 disminuyó sustancialmente, tanto respecto a la inflación inercial como a la correctiva. En ese mismo año, como también se ve en el cuadro 7, Chile y México expandieron su crédito interno (al sector público y al privado) menos que la inflación. Los otros tres países, que para agosto de 1984 no habían firmado un acuerdo de contingencia con el FMI, mostraron menor contracción real del dinero y del crédito durante 1983. De éstos, sólo Argentina enfrentó un aceleramiento de inflación alarmante; Colombia y Venezuela registraron un incremento de precios menor incluso que el de Chile. Todos los gobiernos se comprometieron a imprimir austeridad en el gasto público, especialmente en aquellos renglones que absorben divisas extranjeras. A mediados de 1984, sólo Argentina (y tal vez Colombia) carecía de un programa global de estabilización que pudiera considerarse contraccionista. En todos los países la inversión pública, en particular, disminuyó drásticamente.²⁰

Las devaluaciones reales han tenido repercusiones fiscales importantes, aumentando la carga real del servicio de la deuda y disminuyendo el ingreso por tarifas aduaneras. Por otro lado, en los países en que el gobierno maneja buena parte del sector exportador, como sucede en México y Venezuela, las devaluaciones reales han generado ganancias fiscales.

²⁰ Datos comparables, significativos y actualizados sobre el comportamiento fiscal siguen eludiéndonos, debido en gran parte a la incapacidad o falta de voluntad de los organismos nacionales y multilaterales de estimar los déficit utilizando contabilidad inflacionaria y separando los déficit cíclicos de los estructurales.

CAMBIOS, SALTOS Y PASCOS EN EL SEGUNDO Y CUARTO TRIMESTRES, 1981-1983*
(Cambios porcentuales sobre los mismos períodos del año anterior)

País y concepto	1981			1982			1983		
	Segundo trimestre	Cuarto trimestre	Segundo trimestre	Cuarto trimestre	Segundo trimestre	Cuarto trimestre	Segundo trimestre	Cuarto trimestre	
Argentina									
Crédito	150	209	177	224	313	401			
Dinero	42	70	145	248	327	362			
Precios	89	143	130	203	314	404			
Brasil									
Crédito	55	68	103	129	150	178			
Dinero	57	75	77	71	87	90			
Precios	106	106	99	98	120	175			
Chile									
Crédito	41	30	58	75	26	11			
Dinero	29	-6	-11	9	34	27			
Precios	23	11	5	19	31	24			
Colombia									
Crédito	46	39	42	41	43	39			
Dinero	24	21	24	25	16	23			
Precios	27	27	25	25	22	17			
México									
Crédito	46	50	75	113	79	49			
Dinero	35	33	31	65	54	40			
Precios	28	29	44	88	115	87			
Venezuela									
Crédito	1	21	56	22	12	6			
Dinero	14	10	4	6	11	21			
Precios	18	12	10	8	6	7			

* Crédito se refiere al "crédito interno". Tanto el crédito como el dinero son saldos a final del período. Crédito interno más activos extranjeros netos igual a dinero, más cuasidivino, más otros pasivos netos del sistema bancario. Los precios son el índice de precios al consumidor promedio para el período de referencia.

Fuente: FMI, *International Financial Statistics*, varios números; crédito, renglón 32; dinero, renglón 34; precios, renglón 64.

Comportamiento económico global

Como en muchas de las pasadas crisis de estabilización en América Latina, la balanza de pagos, en especial la comercial, se volvió rápidamente superavitaria, sobre todo en los países que impusieron fuertes devaluaciones e implantaron restricciones monetarias. Por otra parte, el avance en la lucha contra la inflación ha sido decepcionante, incluso en los países con "buen comportamiento". En general, la absorción real y el PIB han sufrido más en los países con mayores logros en la balanza comercial; la inversión y las importaciones han caído estrepitosamente en aquellos países cuya evolución en balanza de pagos ha provocado la euforia de la prensa financiera internacional. Los indicadores de desempleo y pobreza son escasos y poco confiables, pero parecen estar a niveles superiores a los observados en 1980-1981.

Excepto en Colombia y Venezuela, las balanzas comerciales registraron cambios sorprendentes entre 1980-1981 y 1982-1983 (véase cuadro 8). En 1983 México y Venezuela alcanzaron un superávit comercial superior a su pago neto a factores externos (intereses más utilidades). En Argentina, Brasil y Chile el superávit de ese año equivalió a más de la mitad de dicho pago. Con excepción de Colombia, los déficits en cuenta corriente fueron menores en 1983 que en el trienio anterior. México y Venezuela incluso tuvieron superávit y es probable que lo mantengan en 1984. Este comportamiento notable de la cuenta corriente se desprende de las reducciones agudas en el gasto real, particularmente en la inversión, y de los cambios en el patrón de gasto inducidos por los nuevos controles y los cambios drásticos de precios relativos. Las importaciones han respondido más rápidamente que las exportaciones a las políticas para reducir, cambiar y reprimir el gasto.

Más confusa es la situación que presenta la cuenta de capital de la balanza de pagos durante 1982-1983, debido en parte a que la información es menos completa o no tan actualizada. No obstante, entre tinieblas podemos percibir ciertos desarrollos alarmantes. Consideremos, primero, los cambios en la deuda pública, privada y a corto plazo, ocurridos entre fines de 1981 y fines de 1983 y contrastémoslos con tendencias anteriores.²¹ Los incrementos de la deuda privada a corto plazo en ese periodo representan una proporción menor que en 1975-1981 del cambio experimentado por la deuda total. (Quizá con la excepción de Brasil, donde la información es

²¹ Este párrafo se basa en los datos presentados en el documento del BID: *External Debt and Economic Development in Latin America: Background and Prospects* (Washington, D.C., enero de 1984). La deuda "pública" incluye tanto la deuda pública como la privada ejercida con garantía oficial y con plazos de vencimiento originales superiores a un año. La deuda "privada" cubre la deuda privada ejercida sin garantía oficial, con plazos de vencimiento superiores a un año. La deuda a corto plazo cubre tanto la deuda pública como la privada. Los datos correspondientes a 1983 son estimaciones preliminares.

CUADRO 8

Balanza comercial y otros conceptos, 1980-1983^a
(Miles de millones de dólares)

<i>País y concepto</i>	<i>1980</i>	<i>1981</i>	<i>1982</i>	<i>1983</i>
Argentina				
Balanza comercial FOB	-1.37	0.71	2.72	3.61
Pago a los factores, neto	-1.61	-3.93	-5.11	-5.86
Otros servicios, neto	-1.79	-1.49	-0.09	-0.32
Cuenta corriente	-4.77	-4.71	-2.48	-2.57
Brasil				
Balanza comercial FOB	-2.82	1.18	0.78	6.47
Pago a los factores, neto	-7.04	-10.27	-13.51	-11.70
Otros servicios, neto	-2.98	-2.67	-3.58	-2.33
Cuenta corriente	-12.85	-11.76	-16.31	-7.56
Chile				
Balanza comercial FOB	-0.76	-2.68	0.06	1.01
Pago a los factores, neto	-1.03	-1.60	-2.03	-1.81
Otros servicios, neto	-0.23	-0.54	-0.41	-0.42
Cuenta corriente	-2.02	-4.82	-2.38	-1.22
Colombia				
Balanza comercial FOB	-0.24	-1.54	-2.42	-1.64
Pago a los factores, neto	-0.18	-0.40	-0.88	-0.68
Otros servicios, neto	0.26	0.05	0.10	0.17
Cuenta corriente	-0.16	-1.89	-3.20	-2.15
México				
Balanza comercial FOB	-2.83	-4.10	6.79	13.68
Pago a los factores, neto	-6.21	-9.53	-10.86	-8.98
Otros servicios, neto	0.73	-0.44	-1.25	0.62
Cuenta corriente	-8.31	-14.07	-5.32	5.32
Venezuela				
Balanza comercial FOB	8.17	7.84	2.75	7.16
Pago a los factores, neto	0.33	0.57	-1.53	-2.02
Otros servicios, neto	-3.75	-4.39	-5.44	-1.61
Cuenta corriente	4.75	4.03	-4.22	3.53

^a La balanza comercial se define como la exportación de bienes y servicios menos importaciones, ambos en valor FOB. Los valores negativos se refieren a renglones de cargo en la balanza de pagos.

Fuente: Id. cuadro 3.

especialmente dudosa.) Tal cambio ha sido drástico en Argentina, Chile y México, países que antes de 1982 dependían fuertemente de los créditos privados a corto plazo. Los datos de 1982-1983 correspondientes a México ponen de relieve lo que, al parecer, ocurrió en varios países más: una buena parte del incremento de la deuda pública registrada en esos dos años se dedicó a "limpiar" deuda pública a corto plazo no registrada o a cubrir reducciones en el pasivo externo registrado del sector privado, ya fuera a largo o a corto plazo.

Combinando los datos sobre la deuda a largo plazo (la de corto plazo no puede ser dividida entre pública y privada), con los resultados de la cuenta corriente en 1982 y 1983, obtenemos una estimación de la suma de deuda pública a corto plazo no anotada con anterioridad y salida neta de capital privado no registrada. Esta información, que es muy reveladora en el caso de México, Venezuela, y, en menor medida, en los de Argentina y Chile, se presenta en el cuadro 9, donde las grandes sumas incluidas bajo el rubro de "omisiones" pueden ser contrastadas con la estimación para años anteriores que aparece en el cuadro 3. Sólo Brasil y Colombia, con sus controles cambiarios tradicionales y vetustos, parecen haber escapado en 1982-1983 al endeudamiento público no registrado o no anotado a la fuga masiva de capitales.²² El cuadro 9 nos muestra, también, que en esos años sólo Colombia tuvo entradas netas de recursos, definidas como un déficit en la cuenta corriente excluyendo pago a los factores.

La peor faceta del desempeño macroeconómico latinoamericano en 1982 y 1983 no es la contracción de la absorción (gasto total) y del producto, por aguda que haya sido, sobre todo en términos *per capita*, sino la violenta contracción de la inversión, que minó tanto el crecimiento presente como futuro, aun si consideramos que hay sustancial capacidad excedente. Las naciones petroleras no pudieron sustraerse a los drásticos recortes en formación de capital; sólo Colombia escapó a esta tendencia durante 1982-1983 (cuadro 10). Entre los componentes de la inversión, el de la maquinaria y equipo fue especialmente débil en la mayoría de los países y sólo Colombia incrementó sensiblemente actividades de construcción intensivas en mano de obra y que no requerían importaciones. Como muestra el cuadro 10, entre 1980-1981 y 1982-1983 Argentina, Chile y México y en menor grado Brasil y Venezuela enfrentaron contracciones importantes en el volumen de importaciones. Colombia logró incrementos en 1982-1983 echando mano de las reservas acumuladas durante la bonanza del café. Salvo en Colombia, la absorción no se redujo menos que el producto total. Chile sufrió la mayor baja de absorción y de consumo. Los indicadores macroeconómicos de Argentina y Brasil ofrecerían un panorama peor si el bienio 1982-1983 sólo se comparara con 1980.

²² La Comisión Económica para América Latina, de la ONU, estima que el renglón de "errores y omisiones" en el total de la balanza de pagos latinoamericana fue de 1 700 millones de dólares para 1982-1983; la suma correspondiente a 1980 y 1981 fue de 16 000 millones de dólares. Véase CEPAL, *Adjustment Policies and Renegotiation of the External Debt*, E/CEPAL/SES.20/G.17 (Nueva York, 22 de febrero de 1984), cuadro 2, p. 11. El Banco de Pagos Internacionales estima que salieron cerca de 50 000 millones de dólares entre 1978 y 1982 (*The Economist*, 23 de junio de 1984, p. 73). Las bases conceptuales para estas estimaciones difieren, sin embargo, de las que aparecen en el cuadro 9. No obstante, puede argüirse que la metodología aplicada en el cuadro 9 revelaría fugas de capitales superiores en 1981 de haberse combinado con 1982-1983 y no con años anteriores.

CUADRO 9

Déficit acumulados en cuenta corriente y su financiamiento, 1982-1983
(Miles de millones de dólares)

Concepto	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	México	Venezuela
Déficit acumulados en cuenta corriente	5.0	23.9	3.6	5.3	0	0.7
Pago a los factores, neto	11.0	25.2	3.8	1.6	19.8	3.6
Otros pagos netos en cuenta corriente	-5.9	-1.3	-0.2	3.8	-19.8	-2.9
Incremento en las reservas internacionales ^a	-0.8 ^b	-4.2 ^b	-1.7	-0.7	n.d.	-7.2
Total de necesidades de financiamiento	4.3	19.7	1.9	4.7	0	-6.5
Inversiones extranjeras directas	0.4	3.2	0.5	0.6	1.3	0.4
Otros flujos netos de capital	3.8	16.5	1.4	4.1	-1.3	-6.8
Incremento neto de la deuda pública y privada con garantía oficial ejercida	8.1	10.5	3.2	1.6	25.1	0.6
Incremento neto en la deuda privada sin garantía, registrada y ejercida	0.2	5.1	0.2	-0.1	-1.5	5.2
Omissiones	-4.4	1.0	-2.0	2.5	-24.9	-12.7

n.d. No disponible.

^a Para algunos países no está muy claro si los cambios en las reservas incluyen la revaluación del oro.^b Sólo los cambios producidos durante 1982.Fuente: Datos sobre balanza de pagos, CEPAL. Las cifras sobre deuda provienen del Banco Interamericano de Desarrollo, *External Debt and Economic Development in Latin America*. Los datos para 1983 son preliminares.

CUADRO 10

Cambios porcentuales en agregados seleccionados a precios constantes, 1980-1981 a 1982-1983 (Porcentajes)

Agregado	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	México	Venezuela
Producto interno bruto	-7	-1	-12	2	1	-1
Absorción	-15	-1 ^a	-24	4 ^a	-6	-3
Consumo	-10	2 ^a	-15	2 ^a	4	2
Formación de capital	-31	-11 ^a	-62	10	-32	-17
Formación de capital fijo	-32	-10 ^a	-38	10	-21	-18
Importación de bienes y servicios	-47	-22	-41	23	-51	-10
Producción de manufacturas	-9	-6	-19	-5	-3	2
Valor agregado en construcción	-28	-12	-22	12	-7	-14
Consumo público	-1 ^a	5 ^a	-10	7	7	-3
Consumo privado	-12 ^a	2 ^a	-16	1 ^a	4	3
Inversión pública fija	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-21	23 ^a
Inversión privada fija	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-22	-33 ^a
Inversión en construcción	-27	-3 ^a	-7 ^a	14	-8	-10 ^a
Inversión en maquinaria y equipo	-40	-20 ^a	-57 ^a	5	-36	6 ^a
<i>Addendum</i>						
Población	3	4	3	5	5	6

n.d. No disponible.

^a Cambios ocurridos entre 1980-1981 y 1982 solamente.

Fuente: CEPAL.

No hay que descartar que, durante 1982-1983, las reducciones de oferta agregada en América Latina fueron mayores que las reducciones de demanda agregada indicadas en el cuadro 10. Después de todo, la región enfrentó términos de intercambio muy bajos y un crédito externo menos favorable. La capacidad instalada antes de 1982 puede haber quedado obsoleta debido a los cambios bruscos en los precios relativos. De esta manera, la persistente inflación que se registró en 1982 y 1983 (patente en el cuadro 7) podría imputarse a exceso de demanda posiblemente generado por el sector público. Esta hipótesis parece poco convincente, sobre todo cuando tratamos de explicar los altos niveles a que llegaron la inflación brasileña y la mexicana durante 1983 y el primer semestre de 1984. Probablemente aquellos que están a favor de mayores reducciones de demanda agregada en Brasil y en México, están más interesados en fortalecer los excedentes comerciales que en eliminar la inflación. Es probable que ésta persista, impulsada a corto plazo por cambios necesarios en los precios relativos (como la devaluación real), y por otros factores de inercia. La coexistencia de una cuenta corriente "favorable" y una inflación muy alta, tanto en Brasil como en México durante el periodo mencionado, resta credibilidad a quienes argumentan que es indispensable eliminar la inflación para mejorar la balanza de pagos. El comportamiento de estos dos países en 1983 cuestiona también la aplicabilidad universal de la fórmula, tan difundida entre el personal del FMI, de que "el déficit en cuenta corriente es igual al déficit presupuestal".

Al parecer, las reducciones de absorción agregada y de producto han estado acompañadas de cambios en la distribución del ingreso, aunque éstos no se puedan cuantificar. Los productores de bienes exportables y competitivos con las importaciones, así como los poseedores de activos netos en dólares, han cosechado ganancias inesperadas con las devaluaciones reales. Por otra parte, los productores de bienes no comerciables, la mayoría de los asalariados y quienes tienen pasivos netos en dólares (el sector público inclusive) parecen haber soportado la mayor parte de la carga que representa el ajuste. Hay evidencia dispersa que sugiere aumentos en el desempleo y en el número de personas que están por debajo del nivel de subsistencia. Según informes sobre Brasil, el consumo de alimentos *per capita* ha descendido a niveles inferiores al de 1980.

Como puede observarse en el siguiente cuadro que presenta cambios porcentuales año con año, en 1983 el salario real industrial cayó sustancialmente en Brasil, Chile y México; el gobierno militar argentino, tras años de reprimir los salarios reales, los aumentó en grado desestabilizador en 1983, cuando ya no tenía visos de seguir en el poder.²³

²³ Las cifras provienen de la OIT, PREALC, *Newsletter*, núm. 4 (agosto de 1984), p. 4. Estos datos incluyen principalmente a los trabajadores de grandes empresas industriales. El PREALC (la rama de la OIT en América Latina) supone que los salarios reales de otros trabajadores se han deteriorado más de lo que aquí se indica.

	1981	1982	1983	Acumulado 1980-1983
Argentina	- 11	- 10	29	3
Brasil	6	7	- 12	1
Chile	12	- 3	- 11	- 4
Colombia	0	4	3	7
México	3	- 1	- 25	- 24
Venezuela	- 3	3	- 3	- 3

La brecha entre el producto nacional bruto y el PIB llegó a niveles que en la mayoría de los países no se habían visto desde los años veinte. Durante 1982-1983 el pago neto a los factores externos (intereses más utilidades) como porcentaje del PIB, puede estimarse en 6% para Argentina, 5% para Brasil, más de 10% para Chile y 4% para México. Es claro que estos porcentajes serían más altos si comparáramos pago neto a los factores externos con ahorro interno.

La crisis de 1982-1983, patente en Argentina y Brasil desde 1981, ha tenido repercusiones negativas que van más allá de las registradas en cuentas nacionales e indicadores sociales. Los sistemas financieros nacionales han sido profundamente sacudidos. Muchas empresas financieras y no financieras privadas están en quiebra, ya sea *de facto* o *de jure*. En muchos casos la "intervención" del gobierno ha dejado en el limbo el *status* legal de estas organizaciones, debilitando todavía más con ello los incentivos a la inversión. La precaria situación de los intermediarios financieros nacionales ha desalentado el ahorro y ha provocado más fuga de capital por parte de los residentes locales. Diversos escándalos financieros que involucran a personalidades antes respetadas, aunados a la quiebra y a la fuga de capital, han minado la legitimidad del modelo de desarrollo "mixto" que imperaba en América Latina. Casi toda una generación de empresarios y financieros nacionales ha perdido todo crédito. Difíciles de encontrar son las alternativas a su alcance, si descontamos las que ofrece el extranjero y aquellas contaminadas por actividades ilegales.

Resumiendo, la evolución real de la economía latinoamericana desde 1981 ha estado determinada por la balanza de pagos. Ésta, a su vez, ha estado sujeta al cumplimiento del servicio de la deuda para poder incorporar en alguna cuantía nuevos créditos del exterior. Bastaron algunos pelos para que el perro meneara la cola, y al menear la cola se meneó el perro. El contraste con los primeros años de la década de los treinta es interesante. El choque externo fue todavía más severo entonces que a principios de los ochenta, pero el PIB *per capita*, la absorción y, particularmente, la producción manufacturera no observaron un desarrollo peor, al menos en Argentina, Brasil e incluso Colombia.²⁴ Hasta ahora, por lo demás, la crisis de los

²⁴ Véase Carlos F. Díaz-Alejandro, "Stories of the 1930s for the 1980s", en Pedro Aspe Armella *et al.*, eds., *Financial Policies and the World Capital Market: The*

ochenta no ha tenido los beneficios secundarios que trajo consigo la de los años treinta, como son una formación de capital financiada en mayor medida con fondos propios, nuevas instituciones públicas y privadas y una nueva hornada de empresarios locales.

Tres funciones cruciales: un interludio econométrico

Entre las variables que se mencionaron con anterioridad hay tres que conviene analizar más de cerca: el volumen de importaciones, las exportaciones y el tipo de cambio real. El comportamiento reciente, y algo dramático, de las tres puede situarse en un contexto a más largo plazo y, así, posiblemente, explicarse introduciendo otras variables más o menos exógenas. Si bien no presentaremos un modelo completo, las regresiones que hemos utilizado para estimar, ecuación por ecuación, las formas reducidas, quizá puedan aclarar en qué medida difiere el ciclo reciente de algunos anteriores y qué impacto futuro tendrán los cambios contenidos en él.

Función de importaciones

Todas las economías estudiadas estuvieron sometidas a controles de importación (y de cambios) ya sea durante una parte o en la totalidad del periodo comprendido entre 1960 y 1983. Por ello es sumamente difícil estimar el comportamiento de las importaciones. El cuadro 11 intenta buscar qué hubo detrás del violento descenso de las importaciones en años recientes. La hipótesis principal es que los diferentes rubros de la absorción conllevan propensiones marginales a importar muy diferentes unas de otras. En particular, la inversión en maquinaria y equipo parece asociarse a mayor propensión que cualquiera de las otras grandes categorías de la absorción. Dado que no se dispone, para todo el periodo bajo estudio, de datos sobre volumen de importaciones desagregadas, la hipótesis fue probada indirectamente haciendo depender el volumen de importación total de los diferentes componentes de la absorción.

El ajuste de las estimaciones que aparecen en el cuadro 11 es sorprendentemente bueno: las regresiones indican que la inversión en maquinaria y equipo propicia importaciones en mucho mayor medida que cualquier otro tipo de gasto, incluso en los países que cuentan con las industrias nacionales de bienes de capital más avanzadas (Brasil y México). Los resultados de las estimaciones, aun tomados con reserva (especialmente en el caso de Co-

Problem of Latin American Countries (University of Chicago Press, 1983), pp. 7-9. La evolución de la producción brasileña fue mucho mejor en 1929-1983 que a principios de los ochenta.

CUADRO 11

Regresiones de la propensión a importar sobre la inversión y otras absorciones, 1960 a 1982 o 1983^a

<i>Variable independiente</i>	<i>Argentina</i>	<i>Brasil</i>	<i>Chile</i>	<i>Colombia</i>	<i>México</i>	<i>Venezuela</i>
Constante	-1.030 (-1.30)	299 (0.92)	-428 (-3.13)	150 (0.87)	-1.323 (-5.57)	-1.237 (-7.30)
Inversión en maquinaria y equipo	0.34 (1.68)	0.40 (5.70)	0.68 (4.05)	1.50 (9.37)	0.67 (12.21)	0.52 (5.57)
Otras absorciones	0.09 (1.66)	0.03 (1.97)	0.11 (4.24)	-0.09 (-2.15)	0.10 (5.64)	0.38 (8.81)
Tendencia	-54 (-1.49)	-120 (-1.85)	7 (1.54)	23 (1.09)	-340 (-8.35)	-174 (-6.80)
Resumen estadístico						
R ²	0.55	0.93	0.90	0.98	0.99	0.99
Parámetro autorregresivo	-0.58	-0.45	-0.45	0.08	0.22	-0.11
Grados de libertad	19	18	18	18	19	18

^a La variable dependiente es el volumen de importaciones. Datos anuales. Los números que aparecen entre paréntesis son estadísticos *t*. Fuente: Las cifras sobre importación de bienes básicos y cuentas nacionales, expresadas en dólares de 1970, fueron obtenidas tal como se explica en la nota 1 de este texto.

lombia), nos ayudan a explicar la reducción brutal de las importaciones registrada en 1982-1983. La contracción de la inversión, particularmente en maquinaria y equipo, es una manera "efectiva" de reducir importaciones en economías semiindustrializadas y puede evitar la necesidad de contraer todavía más, por razones de balanza de pagos, otros componentes de la absorción. Recuperar el crecimiento, sobre todo expandiendo la inversión más allá de los renglones de vivienda e infraestructura, requeriría, *ceteris paribus*, de un incremento de importaciones sustantivo.

Como las regresiones del cuadro 11 están especificadas de modo que puedan captar por separado distintas propensiones a importar, no son adecuadas para estimar la elasticidad de las importaciones con respecto al tipo de cambio real. Para ello se emplearon las regiones logarítmicas que aparecen en el cuadro 12. Es posible que los coeficientes reflejen no sólo la reasignación del gasto ante los cambios en precios relativos sino, también, la restricción de importaciones en respuesta a aquellos controles más estrictos, impuestos al mismo tiempo que las devaluaciones reales. (Suponemos que el tipo de cambio contemporáneo puede tomarse como exógeno e independiente al volumen de las importaciones.) Con estas salvedades, las estimaciones son razonablemente buenas y, como se ve, abren cierta esperanza en que la sustitución de importaciones inducidas por las políticas de 1982-1983 sea un componente importante de la recuperación económica. Tanto la variable de tendencia que muestra el cuadro 11 como la constante que aparece en el cuadro 12, indican que ha habido una importante sustitución secular de importaciones en Brasil, México y Venezuela.

Estimamos otras funciones de importación basándonos en agregados como el PIB, la absorción total, la producción industrial, el consumo y la inversión total. Las regresiones que aparecen en los cuadros 11 y 12 brindan el mejor ajuste y son las que hacen más sentido. Las elasticidades de las importaciones con respecto a agregados simples, como el PIB o la absorción total, son excesivamente altas. Para hacer proyecciones detalladas sería deseable un enfoque aún más desagregado. Con ello, el comportamiento de las importaciones brasileñas, por ejemplo, se vería influido notablemente por la producción nacional de petróleo y otros combustibles y por el desarrollo de otras actividades sustitutivas de importaciones con una escala de producción mínima, como la producción de metales no ferrosos.

Funciones de exportaciones

Tanto la política económica interna, como diversos choques internos y externos influyen en los ingresos latinoamericanos por exportaciones. Un análisis completo del comportamiento de las exportaciones debería desagregar por bienes y mercados los grandes rubros de la demanda externa y de la oferta interna de los artículos de exportación. El supuesto de país pe-

CUADRO 12

Regresiones de la elasticidad tipo de cambio de las importaciones, 1960 a 1982 o 1983^a

<i>Variante independiente</i>	<i>Argentina</i>	<i>Brasil</i>	<i>Chile</i>	<i>Colombia</i>	<i>México</i>	<i>Venezuela</i>
Constante	-0.04 (-1.19)	-0.11 (-2.34)	-0.01 (-0.67)	-0.08 (-1.38)	-0.16 (-3.33)	-0.07 (-3.21)
Cambio en el logaritmo de la inversión en maquinaria y equipo	0.54 (4.14)	0.14 (1.37)	0.31 (3.08)	1.20 (4.37)	0.31 (1.63)	0.37 (4.01)
Cambio en el logaritmo de otras absorciones	1.32 (3.04)	2.38 (3.77)	1.27 (4.88)	1.63 (1.42)	3.16 (3.47)	1.94 (5.14)
Cambio en el logaritmo del tipo de cambio real	-0.07 (-1.05)	-0.78 (-2.50)	-0.26 (-1.88)	0.03 (0.08)	-0.43 (-2.59)	-0.61 (-3.29)
Cambio en el logaritmo del tipo de cambio real, rezagado	-0.38 (-5.51)	-0.32 (-1.01)	-	-	-	-
Resumen estadístico	0.90	0.56	0.85	0.60	0.90	0.85
Parámetro autorregresivo	-0.41	-0.16	-0.00	0.23	-0.38	-0.01
Grados de libertad	17	16	17	17	18	17

^a La variable dependiente es el cambio en el logaritmo natural del volumen de las importaciones. Datos anuales. Tipo de cambio en dólares reales, como en el cuadro 1. Los números que aparecen entre paréntesis son estadísticos *t*.

Fuente: Ver cuadros 1 y 11.

queño es útil al construir modelos y estimarlos, pero quizá no sea demasiado preciso, especialmente bajo las condiciones que se dieron a principios de los ochenta. Una especificación completa del sector exportador incluye funciones de demanda limitada por cuotas y funciones de oferta que responden al nivel de utilización de la capacidad instalada interna. Pero este tipo de análisis está más allá del alcance del presente trabajo. Aquí nos limitaremos a estimar una forma reducida de las funciones de exportación.

El célebre estudio de Cline desató una fructífera controversia sobre la vinculación precisa entre el crecimiento de los países industrializados y la expansión de las exportaciones de países en vías de desarrollo.²⁵ El cuadro 13 representa mi contribución a ese debate. La variable dependiente es el cambio porcentual en el poder adquisitivo de las exportaciones de bienes y servicios. Como ya señalamos, el poder adquisitivo de las exportaciones es igual a los términos de intercambio multiplicados por el volumen de las exportaciones. También se puede expresar como el valor en dólares corrientes de las exportaciones deflactado por los precios en dólares de las importaciones. Otros investigadores, como me ocurrió a mí, han obtenido resultados mediocres al intentar explicar separadamente los términos de intercambio y el volumen de exportaciones. Las dudas sobre las propiedades de los índices por separado hablan a favor de considerar el poder adquisitivo de las exportaciones como la variable a analizar, aunque ésta diste mucho de ser ideal.²⁶

Otro argumento crítico de las estimaciones de Cline parte de cuestionar en qué medida la creciente diversificación geográfica de mercados que consiguieron las exportaciones latinoamericanas antes de 1982 sesgaba las estimaciones de la elasticidad de las exportaciones con respecto al crecimiento en los países de la OCDE. Yo experimenté con regresiones (no incluidas en el trabajo) en que la variable independiente es el porcentaje promedio de exportaciones de un país destinadas a la OCDE tomando, siempre, los tres años anteriores al año corriente. Los coeficientes estimados resultaron negativos para Argentina, Brasil, Chile y Colombia, pero con una estadística t no mayor que 1.3, y positivos para México y Venezuela, con una estadística t superior a 2.1. En los casos de Argentina, Brasil, Chile y Colombia la

²⁵ William R. Cline, *International Debt and the Stability of the World Economy*, Policy Analysis in International Economics, 4 (Washington, D.C.: Institute for International Economics, septiembre de 1983). Véase también Albert Fishlow, "Coping with the Creeping Crisis of Debt", Documento de Trabajo 181 (Universidad de California en Berkeley, Depto. de Economía, febrero de 1984) y Rudiger Dornbusch y Stanley Fischer, "The World Debt Problem" (Massachusetts Institute of Technology, Depto. de Economía, mayo de 1984).

²⁶ Las acciones de la OPEP, no representadas en las regresiones, ejercerán su influencia tanto sobre el crecimiento de los países industrializados como en los términos de intercambio de importadores y exportadores de petróleo en América Latina, generando correlaciones espurias de magnitud desconocida. El periodo considerado en las regresiones nos reconforta modestamente al respecto.

CUADRO 13

Regresiones para el poder adquisitivo de la exportación de bienes y servicios, 1960 a 1983^a

<i>Variante independiente</i>	<i>Argentina</i>	<i>Brasil</i>	<i>Chile</i>	<i>Colombia</i>	<i>México</i>	<i>Venezuela</i>
Constante	-7.16 (-1.17)	-3.23 (-0.61)	-11.40 (-1.49)	-1.38 (-0.21)	15.75 (2.22)	17.95 (1.30)
Crecimiento del PNB en la OCDE	3.40 (2.32)	2.65 (2.10)	3.70 (2.06)	1.59 (1.00)	-1.35 (-0.80)	-3.18 (-0.92)
Aceleración del PNB en la OCDE, rezagado	4.60 (3.14)	1.34 (1.08)	4.58 (2.36)	0.74 (0.48)	2.54 (1.53)	4.56 (1.43)
Variaciones en el tipo de cambio real, rezagado	0.11 (1.40)	0.57 (1.95)	0.70 (2.17)	0.10 (0.24)	0.10 (0.41)	-0.13 (-0.15)
Resumen estadístico						
R ²	0.57	0.38	0.47	0.09	0.12	0.12
Durbin-Watson	1.94	2.12	2.21	2.24	1.12	1.82
Grados de libertad	19	19	18	19	19	18

^a La variable dependiente es el cambio porcentual en el poder adquisitivo de las exportaciones de bienes y servicios (véase el texto). Datos anuales. Tipos de cambio en dólares reales, igual que en el cuadro 12. Los números entre paréntesis son estadísticos *t*. Fuente: Datos básicos sobre exportaciones, CEPAL. Tasa de crecimiento de los países industrializados, FMI, *Internacional Financial Statistics Yearbook* 1983.

introducción de esta variable en las regresiones aumentó el coeficiente correspondiente a la tasa de crecimiento del PIB de los países de la OCDE. Aunque estén pendientes otras funciones de exportación más desagregadas (OCDE *versus* el resto), los resultados del cuadro 13 parecen preferibles a los que usan variables sucedáneas (dummies). El análisis del impacto independiente de la tasa de interés real en dólares sobre el poder adquisitivo de las exportaciones latinoamericanas, supuestamente a través de los términos de intercambio e independientemente de las modificaciones en el PIB de la OCDE, tampoco arrojó resultados significativos.

La elasticidad de las exportaciones en relación con el crecimiento de la OCDE, tomándolo sin rezagos, está entre 2.6 y 3.7 para países no petroleros y poco dependientes del café. Esta elasticidad, sorprendentemente elevada, indica el efecto del crecimiento de la OCDE en las exportaciones latinoamericanas abarcando tanto el volumen como los términos de intercambio. La aceleración del PIB de la OCDE tomando un rezago de un año (o sea la diferencia en la tasa de crecimiento $t-2$ y $t-1$) también acarrea coeficientes significativos para Argentina y Chile. Las regresiones para México y Venezuela indican que cuando se reduce el crecimiento de la OCDE, aumenta el poder adquisitivo de las exportaciones mexicanas y venezolanas. Dadas las condiciones del mercado petrolero, la especificación de estas ecuaciones es altamente cuestionable, porque su dirección causal es probablemente la opuesta a la que implican las regresiones.

Las variaciones en el tipo de cambio real, rezagadas un año para evitar problemas de simultaneidad, influyen sobre el comportamiento de las exportaciones de Brasil, Chile y, de manera menos evidente, Argentina. Hay desde luego otras políticas de exportación que no se reflejan en el tipo de cambio real, como otras maneras de definir el tipo de cambio real, que pueden llevar a mejores resultados. Una de estas definiciones es la que se vale del salario como deflactor. Los resultados para Colombia son decepcionantes; otros estudios que analizan por separado exportaciones no tradicionales, han producido coeficientes significativos para la variable tipo de cambio efectivo rezagado.²⁷ En el caso de Brasil, el coeficiente correspondiente al tipo de cambio rezagado alcanza un estadístico t superior a 4 cuando el cambio en el volumen de las exportaciones se vuelve la variable dependiente, mientras que el que corresponde al tipo de cambio sin rezagar es cero.

Al parecer, el término constante está relacionado con el comportamiento tendencial de los términos de intercambio; el que corresponde a México y

²⁷ Véase Carlos F. Díaz-Alejandro, *Foreign Trade Regimes and Economic Development: Columbia* (Nueva York: Columbia University Press, 1976), especialmente cap. 2. Para un estudio más reciente, que también muestra la sensibilidad de la oferta de exportaciones colombianas no tradicionales a los incentivos, véase Leonardo Villar G., "Determinantes de la evolución de las exportaciones menores en Colombia, 1960-1981", trabajo preparado para la Reunión Regional Latinoamericana de la Sociedad Econométrica de 1984.

Venezuela es positivo y el de todos los demás es negativo. Todos estos resultados, aunque distan de ser espectaculares y deben complementarse con un análisis más desagregado, confirman el papel que tiene la expansión de los países de la OCDE en la recuperación de las exportaciones de América Latina. Aunque los datos y la metodología sean demasiado endeble para confiar plenamente en estimaciones específicas, el cuadro 13 indica que entre el poder adquisitivo de las exportaciones y el crecimiento de la OCDE media una elasticidad superior a 1, al menos para Argentina, Brasil y Chile. Los resultados también revelan una influencia más transitoria, pero importante, de la política cambiaria sobre las exportaciones. Sin embargo, queda la preocupación de que bajo las condiciones prevaletentes a principios de los ochenta, las devaluaciones generalizadas pudieron tener efectos negativos sobre los términos de intercambio; esto sugiere que las políticas óptimas serían aquellas que combinaran las devaluaciones con impuestos selectivos sobre las exportaciones. Por último, no hay ninguna seguridad de que la recuperación en los países de la OCDE después de 1982 podrá en promedio elevar las exportaciones latinoamericanas tanto como lo hicieron las recuperaciones previas. En los países estudiados, las exportaciones de mercancías medidas en dólares de 1983 aumentaron ligeramente o no crecieron, pero los datos preliminares correspondientes al primer semestre de 1984 presentan un cuadro más optimista.

El tipo de cambio real

Como precio relativo se puede esperar que el tipo de cambio real dependa de otros precios relativos y de factores reales. En las condiciones prevaletentes en América Latina, es probable que el tipo de cambio real de equilibrio sufra la influencia decisiva de los cambios permanentes, y aun temporales, en los términos del intercambio con el exterior (incluso la tasa de interés real mundial) y en los flujos de capital; quizá también resienta la influencia de modificaciones en los niveles de protección y, al menos temporalmente, de políticas nacionales de diversa índole.

Experimentos anteriores arrojaron resultados alentadores en cuanto a la relación entre los términos comerciales, considerados como exógenos a las economías latinoamericanas, y el tipo de cambio real observado.²⁸ En

²⁸ Carlos F. Díaz-Alejandro, "Some Historical Vicissitudes of Open Economies in Latin America", Richard N. Cooper *et al.* (eds.), *The International Monetary System Under Flexible Exchange Rates — Global, Regional, and National: Essays in Honor of Robert Triffin* (Ballinger, 1982) especialmente el cuadro 11-6, p. 180. Para un estudio más detallado sobre Argentina, véase Carlos F. Díaz-Alejandro, "Exchange Rates and Terms of Trade in the Argentine Republic, 1913-1976", en Moshé Syrquin y Simón Teitel (eds.), *Trade, Stability, Technology and Equity in Latin America* (Academic Press, 1982), pp. 27-41.

el cuadro 14 aparece una continuación de algunos de estos experimentos; los “mejores” resultados se obtienen usando, para cada país, datos tan retrospectivos como su confiabilidad lo permita. El análisis de estos datos sobre los términos de intercambio arrojó una correlación positiva cercana entre los de un año y los del año anterior; la \bar{R}^2 varió de 0.4 a 0.9. La variable de términos de intercambio usada en el cuadro 14 es, por lo tanto, el logaritmo del promedio simple de los términos comerciales contemporáneos y rezagados (un año). Como sucedáneo de los flujos de capital, supuestamente limitados por el lado de la oferta, se agregó la proporción promedio de importaciones a exportaciones de bienes y servicios para los años $t-1$, $t-2$ y $t-3$, como otra variable independiente. Obviamente esta variable también podría incluir las pérdidas de reservas (lo cual señalaría no una apreciación sino una devaluación inminente), así como los diferenciales de crecimiento entre el país y el resto del mundo. Ciertas dificultades de medición impidieron la inclusión de variables para la política comercial como una tercera influencia real sobre el tipo de cambio real.

¿Pueden las acciones de política, particularmente aquellas que se efectúan vía devaluaciones nominales fuertes y supuestamente inesperadas, afectar el tipo de cambio real? Durante los últimos años de la década de los setenta, en las naciones del cono sur muchos pensaron que no. Con el fin de poner a prueba esta proposición, diseñamos una “maxi-dummies” para cada país. Estas dummies tienen valor de 1 cuando hubo grandes devaluaciones nominales, y cero en los otros casos. Las “grandes” devaluaciones se definieron en relación con años anteriores y posteriores, y también en relación con las devaluaciones nominales promedio de cada país. Cuando las devaluaciones ocurrieron ya muy avanzado el año, se asignaron al siguiente. Las maxi-dummies se introdujeron después de obtener resultados mixtos con otras variables nominales de política, como la aceleración de la expansión monetaria.²⁹

Las regresiones estimadas en el cuadro 14 combinan variables reales y de política de modo aceptadamente *ad hoc* y sin analizar su interacción; todo esto, más el uso de datos anuales, limitan cualquier pretensión de predecir, por medio de estas regresiones, el verdadero equilibrio de los tipos de cambio real en cada país. No obstante, es posible sacar de ellas una serie de conclusiones. Con excepción de Argentina y Venezuela, los términos de intercambio muestran una considerable influencia sobre el tipo de cambio real. En Venezuela, durante el periodo estudiado, las amplias reservas de divisas debilitaron el vínculo entre estas dos variables, mientras que en Argentina este vínculo pudo haberse anulado por la volubilidad de otras variables

²⁹ Un intento interesante por modelar los ajustes bruscos de los tipos de cambio puede encontrarse en David E. Yuravlivker, “Political Shocks, International Reserves and the Real Exchange Rate, Argentina, 1970s” (Washington, D.C.: Banco Mundial, 1984).

CUADRO 14

Regresiones del tipo de cambio real^a

Variable independiente	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	México	Venezuela
Constante	4.83 (1.89)	6.05 (5.47)	11.54 (2.66)	7.28 (4.85)	9.97 (10.50)	4.21 (7.84)
Logaritmo de términos de intercambio	-0.36 (-0.81)	-0.30 (-1.95)	-0.76 (-2.37)	-0.56 (-3.22)	-0.43 (-3.68)	-0.03 (-0.42)
Logaritmo de importaciones dividido por exportaciones rezagado	0.25 (0.76)	-0.05 (-0.26)	-0.92 (-1.17)	-0.13 (-0.54)	-0.64 (-4.87)	0.12 (1.04)
Maxi-dummy	0.28 (3.75)	0.15 (3.24)	0.18 (1.45)	0.09 (1.73)	0.23 (6.19)	0.18 (2.98)
Maxi-dummy rezagada	0.17 (2.20)	0.09 (1.74)	0.23 (2.13)	0.06 (1.12)	0.20 (5.51)	0.08 (1.35)
Tendencia	-	-	-	0.025 (5.34)	-	-
Resumen estadístico						
\bar{R}^2	0.39	0.54	0.37	0.63	0.79	0.36
Parámetro autorregresivo	-0.65	-0.54	-0.65	-0.57	-0.50	-0.74
Grados de libertad	27	17	17	25	17	17

^a La variable dependiente es el logaritmo natural del tipo de cambio real. Datos anuales. Los maxi-dummies toman valor 1.0 como sigue: Argentina: 1956, 1959, 1962, 1972, 1975, 1981 y 1982. Brasil: 1964, 1979, 1980, 1983. Chile: 1963, 1973, 1974, 1982, 1983. Colombia: 1957, 1958, 1963, 1966. México: 1976, 1977, 1982. Venezuela: 1964.

Fuente: Tipos de cambio real, como cuadro 1. Datos de términos de intercambio, CEPAL, ONU. Datos de importaciones y exportaciones, FMI, *International Financial Statistics Yearbook 1983*. Variables independientes, véase el texto.

reales y de política. Sólo las regresiones correspondientes a México exhiben un coeficiente significativo para la variable sucedánea del flujo de capital.

Por otra parte, las "maxi-dummies" funcionan muy bien, muchas veces restándole significancia a otras variables. También es interesante notar que las "maxi-dummies" no funcionan en el caso de Colombia, donde una macrodevaluación mal manejada en 1962-1963 preparó el camino para adoptar un desliz cambiario en 1967; desde entonces Colombia ha evitado ese tipo de medidas (este país también es el único cuyo tipo de cambio real tiene una tendencia positiva desde los años cincuenta). En términos generales, las "dummies" dejan pocas dudas acerca de que las macrodevaluaciones nominales pueden aumentar tanto la tasa de cambio real contemporánea, como la que tiene un rezago de un año. Si se interpretan literalmente, las regresiones del cuadro 14 indican que las macrodevaluaciones pueden ocasionar cambios permanentes en el tipo de cambio real (es decir, no se obtuvieron coeficientes negativos para las variables rezagadas).

Los pobres resultados obtenidos con la variable sucedánea del flujo de capital, nos llevó a seguir experimentando, esta vez usando la tasa de interés real *ex post* de Estados Unidos; se esperaba que cuanto más alta fuera esa tasa, más se depreciarían las tasas de cambio latinoamericanas. Sólo las regresiones correspondientes a Brasil, y nuevamente a México, rindieron resultados interesantes (no se incluyen). Los resultados brasileños no son robustos con respecto a diferentes especificaciones y los mexicanos, en cambio, son excelentes.

El cuadro 14, combinado con el 11, 12 y 13, sugiere que las interacciones dinámicas de los términos comerciales, los tipos de cambio y los flujos comerciales pueden volverse sumamente complejas, incluso cuando los términos de intercambio se consideran exógenos. Estos últimos, junto con los flujos de capital, influyen sobre el tipo de cambio real, que a su vez afecta las importaciones y las exportaciones. Los rezagos en estas interacciones podrían confundir a los responsables de fijar la política económica que no tuvieran estimaciones razonables de los términos de intercambio y flujos de capital "permanentes" y de sus relaciones estructurales con la tasa real de cambio "de equilibrio". Sin una estimación de esta índole, resulta imposible evaluar si es necesario una macrodevaluación para llevar el tipo de cambio real a su punto de equilibrio. El cuadro 14 está lejos de proveer todas las directrices necesarias pero, combinado con residuos pequeños en las regresiones para el año 1983 (que no se incluyen), tiene implicaciones cualitativas: indica que si los términos de intercambio y los flujos de capital de 1983 se toman como permanentes, entonces los tipos de cambio real para ese año se acercaban a lo correcto, en el sentido de que eran compatibles con la hipótesis en que se basa el cuadro 14. Las excepciones rebatibles a lo anterior serían Colombia y Venezuela. Durante el primer semestre de 1984 se depreció fuertemente el tipo de cambio real venezolano; Colombia aceleró sus minidevaluaciones, con lo cual también elevó su tipo de cambio real.

Algunas reflexiones sobre la tierra de Oz y una mirada al futuro

En esta última sección comenzaré por analizar con mayor profundidad el tema de la fuga de capitales durante la crisis. Posteriormente revisaré las consideraciones que seguramente más de un presidente latinoamericano habrá tenido que hacerse al decidir si cumplir con el servicio de la deuda externa y, consecuentemente, firmar un acuerdo con el FMI. Independientemente de lo que esperaran los países que procedieron al ajuste, el trabajo muestra que la recompensa que les ha ofrecido el sistema internacional ha sido muy pequeña hasta ahora. Finalmente haré algunas propuestas de acción internacional.³⁰

Deuda pública, activos privados

Cuando las clases media y alta en América Latina se enfrentan a incertidumbre económica y política fuera de lo común, tradicionalmente diversifican sus carteras, colocando parte de su riqueza en Miami, Nueva York, Londres, Zurich e incluso Montevideo y Panamá. Con frecuencia, el dinero se deposita en los mismos bancos extranjeros que son acreedores de empresas y del gobierno de los países a que están adscritos los depositantes. Tal “exportación de la intermediación financiera” ha sido común en América Central y el Caribe, por lo menos desde principios del presente siglo. Estos hogares internacionalizados también prefieren adquirir en Londres o Nueva York, más que en el mercado local, bonos de su propio gobierno denominados en moneda extranjera.

Históricamente se ha considerado que el colocar una parte de la cartera neta en el exterior, tal vez hasta 10%, es compatible con un sistema socioeconómico tolerablemente legítimo. Sin embargo, la proporción depositada en el extranjero parece haber crecido notablemente desde 1981, en especial en Argentina, Chile, México y Venezuela. Para algunos grupos, puede haber rebasado incluso 100%. Cuando subconjuntos de familias son consolidados con las empresas de su propiedad, es posible encontrarse con pasivos en el país y activos en el exterior. Entre las políticas internas que alentaron la colocación masiva de riqueza familiar en el exterior cabe mencionar: tipos de cambio tan sobrevaluados que se consideraban insostenibles, subsidios gubernamentales a préstamos del exterior, créditos públicos baratos a empresas nacionales, legislación comercial con requisitos de capital social laxos, torpes disposiciones sobre quiebras, y convertibilidad irrestricta. Algunos gobiernos decididos a apuntalar un tipo de cambio sobrevaluado, garantizaron acceso futuro a divisas baratas, a las compañías que solicitaban

³⁰ Una discusión de este tipo se encuentra en Díaz-Alejandro, “Good-Bye Financial Repression”.

créditos externos o bien se endeudaron en el exterior para aliviar la presión sobre sus reservas. Al mismo tiempo que algunos empresarios endeudaban fuertemente a sus empresas, en moneda nacional o en dólares, contando con que el banco central les había prometido otorgarles dólares baratos para amortizar la deuda, colocaban calladamente su riqueza personal en el extranjero. Podemos suponer que ni Corea ni Taiwán tolerarían tal comportamiento.

Como vimos con anterioridad, cuando sobrevino la crisis, trayendo agudas devaluaciones reales y el cese de préstamos del exterior, los gobiernos latinoamericanos enfrentaron un dilema clásico. De haber seguido las enseñanzas de los libros de texto, no se hubiera impedido la quiebra de empresas incapaces de cubrir el servicio de la deuda. Probablemente nuevos empresarios nacionales y extranjeros habrían puesto a trabajar bajo nueva administración a los activos físicos existentes. Los intermediarios financieros nacionales que hubieran hecho préstamos a compañías en bancarota o avalado los empréstitos de éstas en el extranjero, también habrían tenido que declararse en quiebra y el prestamista local en última instancia habría tenido que cuidarse de un pánico generalizado y quizá también de un movimiento generalizado por parte de los bancos extranjeros para apropiarse de los bancos nacionales, como ocurrió en Cuba durante la crisis de 1920-1921.

La solución de libro de texto nunca tuvo oportunidad de ser aplicada. El hecho de que esto se supiera de antemano, explica que las empresas nacionales se endeudaran tanto y que los empresarios invirtieran en sus empresas lo menos posible de su propio dinero. El gobierno salió al quite argumentando la necesidad de salvar al sector privado, mantener el empleo y evitar que los bancos y las empresas transnacionales se apropiaran completamente de los activos del país. En algunos casos la retórica de la intervención tuvo un tinte radical, por ejemplo, en la "nacionalización" de la banca mexicana en 1982. En otros, como en las "intervenciones" chilenas de principios de 1983, la retórica fue paradójicamente de *laissez faire*.

A pesar de las variaciones en la retórica y en los instrumentos, el contenido de la intervención fue, sin embargo, muy similar. Para 1984, la mayor parte de la deuda privada externa latinoamericana había sido socializada (como en Chile) o su servicio se subsidiaba a través de tipos de cambio especiales, reprogramación de los pagos o concesiones fiscales (como en la mayoría de los países). Gran parte de la deuda privada interna había sido diluida o socializada también por obra de la inflación acompañada de controles, tal como ocurrió en Argentina.³¹

Los activos privados en el extranjero, no obstante, siguen siendo estrictamente privados. La deuda pública es tal, no sólo porque es responsabilidad del Estado, sino también porque ha sido objeto de gran publicidad. Los activos privados pertenecen en su mayoría a familias y están protegidos

³¹ José Pablo Arellano ha analizado el notorio caso chileno con detalle en "De la liberalización a la intervención: el mercado de capitales en Chile, 1974-1983", *Co-*

por el secreto; el ingreso que generan frecuentemente está exento de impuestos. Esta situación resta legitimidad política al esfuerzo por cumplir con el servicio de la deuda externa; de hecho, ha puesto en crisis la legitimidad del sector privado como parte del desarrollo latinoamericano.

El sistema internacional tal como se presenta en 1984 ha contribuido a minar la legitimidad del sistema económico mixto en América Latina, no sólo ofreciendo tasas de interés real exorbitante, seguridad y paraísos fiscales, sino, incluso, haciendo presión sobre las naciones para que socializaran *ex post* la deuda externa privada y apoyaran a las empresas privadas locales con deudas en el exterior. Cada vez se incluyen más deudas externas de todo tipo en la definición de deuda de una nación, bajo el supuesto de que toda deuda, tanto pública como privada, es responsabilidad de la nación en conjunto y del gobierno en el poder, independientemente de que tal régimen haya tenido o no que ver con los contratos firmados y de que éstos fueran o no legales.

Un coro orquestado de bancos, de gobiernos miembros de la OCDE y de organismos internacionales está dando mayor publicidad a la deuda y ampliando la definición de ésta, mientras se mantienen ferozmente las obligaciones de las empresas y de los intermediarios financieros de los países de la OCDE. (Hay excepciones: el gobierno de Estados Unidos logró penetrar en el secreto bancario de las islas Caimán haciendo una investigación sobre tráfico de estupefacientes. Los ingleses se mostraron muy molestos.) Los bancos extranjeros se niegan a dar información a los gobiernos latinoamericanos incluso sobre los ingresos por concepto de intereses que reciben los residentes latinoamericanos; por su parte, los bancos de Estados Unidos no retienen impuestos sobre intereses cuando los depositantes residen fuera del país. Tanto la fuga de capitales como la evasión fiscal por parte de extranjeros (en los países deudores) son alentados abiertamente por organismos públicos y privados de países de la OCDE. Durante 1984 se informó que los bancos estadounidenses estaban emprendiendo fuertes campañas para vender sus certificados de depósito en varios países de América Latina. La Tesorería de Estados Unidos ha anunciado planes para vender valores a inversionistas extranjeros, dándoles seguridad de permanecer en el anonimato; la nueva reglamentación también permitirá a empresas estadounidenses vender bonos al portador fuera de su país sin tener que recurrir a las subsidiarias correspondientes. Asimismo, las casas de bolsa esperan vender a inversionistas foráneos bonos al portador respaldados por bonos del tesoro norte-

lección Estudios, CIEPLAN 11 (Santiago, Chile: CIEPLAN, 1983) y en "La difícil salida al problema del endeudamiento interno". *Colección Estudios CIEPLAN* 13 (1984). El caso argentino lo discuten Roberto Frenkel en "Notas para una investigación sobre el sistema financiero en Argentina" (Buenos Aires: CEDES, 1984) y Roque B. Fernández en "La crisis financiera argentina; 1980-1982, *Desarrollo Económico* (Buenos Aires), vol. 23 (abril-junio 1983), pp. 79-97.

americano.³² La conducta que se prohíbe a ciudadanos nacionales se aliena entre los extranjeros.

La salida de capitales y de personas es un recurso que el sistema internacional ofrece con creciente facilidad a las clases media y alta de América Latina, desalentándolas así de emitir su voz en los asuntos nacionales y borrando en ellas el sentido de lealtad al Estado. Los países de la OCDE, sin embargo, esperan que los estados latinoamericanos recauden impuestos para cumplir con el servicio de la deuda y que establezcan un clima favorable a la inversión, al comercio y al buen gobierno. Los circuitos puramente nacionales para la transferencia de ahorro a inversión están minados: pocos empresarios locales emprenden inversiones de envergadura sin garantías públicas y la participación de un "padrino" extranjero, ya sea una compañía transnacional o una institución financiera internacional. Los ahorradores nacionales prefieren depositar su riqueza financiera en el extranjero, la cual puede o no regresar al país a través de la desintermediación financiera extranjera a partir de esos ahorros. Los ciudadanos internacionalizados se benefician de los altos intereses que devengan sus cuentas bancarias, mientras que sus compatriotas menos móviles se quejan de usura. Todo esto parece ser una nueva alternativa para sobreponerse a la incertidumbre del subdesarrollo y de gobiernos erráticos, pero es una alternativa vulnerable a una furia nacionalista y al enojo de las mayorías que carecen de riqueza en el extranjero. En este contexto latinoamericano, las instituciones parecen tornarse más débiles cuanto más públicas son: los hogares internacionalizados son relativamente prósperos, las empresas incorporadas también, aunque un poco menos, pero los sectores públicos, que supuestamente representan al conjunto de familias, están arruinados.

*El enfoque Zimbabwe, o los costos y beneficios
de la suspensión activa o pasiva de pagos*

El nuevo gobierno de Zimbabwe de hace pocos años heredó una enorme deuda pública, en su mayor parte con Sudáfrica. Zimbabwe argumentó que los fondos extraídos del país habían sido llevados a Sudáfrica por particulares y exigió su devolución. Agregó que no sólo podía suspender el pago de la deuda pública, sino también apropiarse de sustanciales inversiones directas sudafricanas en el país. Sudáfrica trastabilló.³³ Aunque este tipo de negociaciones está muy lejos de las circunstancias de América Latina, es un

³² Véase Alan Murray y Michael R. Sesit, "Treasury Issues to Give Secrecy to Foreigners", *Wall Street Journal*, 17 de agosto de 1984, p. 3. Sobre la violación del secreto en los bancos de las islas Caimán, véase Jo Thomas, "Islands' Bank Secrecy Is Lifted for U.S.", *New York Times*, 27 de julio de 1984, p. A3.

³³ Esto es un resumen burdo y una interpretación de información que apareció en la *Financial Gazette* (Johannesburg), 30 de marzo de 1984.

recordatorio útil acerca de la variedad de posiciones negociadoras disponibles cuando un gobierno considera la posibilidad de dejar de pagar y, en tal caso, de hacerlo con un repudio masivo o en forma pasiva, permitiendo la acumulación de atrasos.

Considérense los cálculos de un presidente moderado de un hipotético país latinoamericano fuertemente endeudado. Entre los beneficios de cubrir puntualmente los intereses está la esperanza de recibir nuevos fondos del sistema bancario privado, de las instituciones internacionales y de los gobiernos de los países de la OCDE directamente y por medio de sus agencias promotoras de exportaciones. Los empresarios locales, en especial aquellos con amplias conexiones internacionales, respirarán más tranquilos y posiblemente invertirán más en el país y menos en el extranjero. El acceso irrestricto a los mercados, las inversiones directas y la tecnología de los países miembros de la OCDE son otros puntos a favor. (Nótese que hasta Cuba ha cumplido con el pago de intereses a bancos de los países de la OCDE, excepto los norteamericanos, y renegociado su deuda con ellos. Curiosamente nunca se le ha presionado para celebrar un acuerdo con el FMI, al cual Cuba no pertenece.) El costo del servicio continuo de la deuda es restringir el crecimiento para generar los excedentes comerciales necesarios. Con ello se reducen la absorción y los salarios reales. El empleo también se resiente aunque bajen los salarios reales.

Entre los beneficios de la suspensión de pagos, además del ahorro en el pago de intereses al exterior, podría estar la apropiación de inversiones extranjeras directas en el país. Por otra parte, de posponer indefinidamente el pago del principal, se evitarían cansadas sesiones de renegociación. Los costos de la suspensión (quizá muy altos para países pequeños) incluyen la posibilidad de que los países industrializados impidan el acceso a sus mercados, a su tecnología, a su cartera y a sus fondos para inversiones directas. Por lo pronto, la suspensión de créditos comerciales a corto plazo resultaría particularmente dañina. Podría ocurrir que no todos los países de la OCDE impusieran tal embargo (nótese nuevamente el caso de Cuba). Al calcular los costos de la suspensión hay que evaluar la probabilidad de distintos grados de solidaridad entre los miembros de la OCDE. Para un dirigente moderado las consecuencias políticas de no pagar son ambiguas. Durante algún tiempo, posiblemente, se regodeara de gloria nacionalista, pero las fuerzas que desencadenan la suspensión de pagos pueden amenazar el orden constitucional y reabrir las puertas a generales autoritarios populistas-nacionales. Después de todo, el país estaría rodeado de enemigos.

Hay también muchas soluciones intermedias. Un presidente moderado puede aspirar a negociar un mejor trato sin incurrir en una suspensión abierta. El presidente sabe que la suspensión activa o la progresiva, si bien no pueden provocar un desastre financiero en los países industrializados, colocarían a los gobiernos de esos países en la incómoda situación de tener que rescatar dos, tres o más bancos importantes. Los países de la OCDE podrían

verse obligados a abandonar sus objetivos monetarios durante la operación de rescate. El presidente también sabe que los negociadores de la OCDE están conscientes de que él está al tanto de todo esto. Las negociaciones también se verán influidas por la posibilidad de que al primer país deudor que desafíe abiertamente a sus acreedores internacionales se le unan otros, aunque en principio ninguno quiera ser el primero en romper el hielo. Por otra parte, un "síndrome de las Malvinas" puede aminorar el afán de una acción radical, conduciendo a un desastre soportado en soledad.

La decisión de firmar un acuerdo contingente con el FMI implica consideraciones similares a las que suscita la suspensión de pagos. Sólo países ricos en reservas, con revoluciones socialistas o sin grandes necesidades de nuevos créditos netos se permitirán el lujo político de mantener un pago puntual del servicio de la deuda, de adoptar planes radicales de estabilización y de prescindir de la bendición formal del FMI. Gran parte de los empresarios nacionales, aun cuando el servicio de la deuda externa se cubra puntualmente, pueden sentirse vulnerables sin la seguridad de que el FMI está supervisando a los dirigentes financieros de su país. Por otra parte, los líderes políticos pueden tener la esperanza de que, una vez pasada la crisis e incrementadas las reservas internacionales, podrán recurrir a la "contabilidad creativa" e ir restando puntos al acuerdo celebrado con el FMI.

Por último, hay consideraciones muy sutiles que influyen en el clima de las negociaciones y en el afán de los gobiernos latinoamericanos por gravar las ganancias de la riqueza privada latinoamericana colocada en el extranjero. (Hasta donde sé, ningún gobierno de América Latina ha presionado a las autoridades fiscales de las naciones industrializadas para que le entreguen la información correspondiente.) A diferencia del caso de Zimbabwe, muchas de las personas a cargo del gobierno moderado que nos ocupa (o sus tíos y primos) poseerán activos privados en el extranjero o disfrutarán de contactos sustanciales con exponentes de la OCDE. La perspectiva de ser separados de los banqueros extranjeros, o, incluso, de Disneylandia, hará que muchos miembros de la élite mediten antes de arriesgarse a un acto cercano a la anarquía. Imaginemos el caos que se provocaría si los países de la OCDE amenazaran con publicar los nombres de ciudadanos latinoamericanos que poseen allí depósitos bancarios superiores a los 100 000 dólares, bienes raíces y otras formas de riqueza.

En los ochenta, la suspensión de pagos aparece como un fenómeno muy distinto al de los treinta. En vez de enfrentarse a dispersos tenedores de bonos, los países latinoamericanos se enfrentan a un puñado de bancos que, además de prestar a largo plazo, conceden créditos comerciales a corto plazo y guardan buena parte de sus propias reservas internacionales. En vez de enfrentarse a un Hemisferio Norte deprimido, dividido, desmoralizado y con su propio sistema financiero en crisis, América Latina se enfrenta a un Estados Unidos eufórico. En vez de hacer frente al pasivo Hoover y al buen vecino Roosevelt, América Latina se enfrenta a Reagan.

Recompensas del sistema al ajuste: un análisis más detallado

Un observador de Marte habría quedado asombrado ante el sistema de recompensas establecido en 1982-1983 para aquellos que se habían "portado bien" en lo que se refiere al servicio de la deuda. Como se señaló anteriormente, el flujo de dinero nuevo fue pequeño y no se ofrecieron perspectivas alentadoras en materia de comercio, tecnología y áreas afines. Los países de la OCDE parecían adoptar la posición de que la austeridad del ajuste era, en sí misma, la recompensa, o pensaban que el temor a las represalias era suficiente para mantener el cumplimiento puntual de contratos que habían quedado obsoletos por los cambios ocurridos en la economía internacional.

Hasta la renegociación de la deuda de México en agosto de 1984, el consorcio crediticio internacional tenía pocos premios que ofrecer a quienes se portaran bien. Un estudio cuidadoso de los términos concedidos en 1982-1983 durante la primera serie de renegociaciones de la deuda externa de nueve países latinoamericanos, presenta dos elementos que cabe señalar: por una parte, la similitud en los términos acordados con los diferentes prestatarios y, por otra, el empeoramiento de los términos de endeudamiento. El costo negociado de los créditos de 1982-1983, tomando en consideración las sobretasas, las comisiones y los plazos de amortización, representó para México un incremento de más de 180% sobre los términos aceptados durante 1980-1981.³⁴

Durante todo este proceso, el desventurado FMI ha sido un poco como el Mago de Oz: un ser mitológico a través del cual los débiles seres humanos hablan. Los recursos disponibles en el FMI han palidecido en relación con la crisis. Probablemente también se le ha dado demasiada importancia a sus políticas y procedimientos en los últimos años: el FMI, al igual que el Consejo de la Reserva Federal, está pendiente de los resultados de las elecciones (estadounidenses). Posiblemente estaría ahora cantando en otro tono si Jimmy Carter hubiera sido reelecto. De hecho, en 1979-1980 el FMI dio muestras de ajustarse a una visión de política económica tipo Carter-Callaghan.³⁵ Aun si el FMI llegara a convencerse de la necesidad de relajar los ajustes en los países latinoamericanos, cabe dudar que pudiera hacer algo con los recursos de que dispone, sin un cambio de actitud tanto del gobierno como del Congreso de Estados Unidos. Hay otras instituciones multilaterales, como el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo, que desde 1980 han estado sujetas a las presiones de la Tesorería de Estados Unidos (y de la plataforma del partido republicano estadounidense) y su capacidad de acción autónoma es muy limitada. Los bancos privados internacionales no pue-

³⁴ Véase CEPAL, *Adjustment Policies*, pp. 60-63.

³⁵ Para regresar al ambiente anterior a noviembre de 1980, que ahora parece tan distante, véase "Is the IMF Crowing a Softer Heart, or Just a Softer Head?" *Economist* (octubre 4-8, 1980), pp. 67-70.

den hacer mucho por sí solos, puesto que requieren de la aprobación de sus supervisores y de las legislaturas.

Una seria falla estructural del sistema de incentivos a las políticas de ajuste y al servicio de la deuda en 1982-1983, fue el vínculo incierto entre austeridad interna y acumulación de divisas. Pese a establecer medidas draconianas, un gobierno difícilmente podría alcanzar sus metas, en cuanto a disponibilidad de divisas, si hay un incremento repentino en las tasas de interés externas o una caída inesperada en el precio de las exportaciones, o bien si estalla en un "berrinche" algún banco estadounidense o algún líder populista en Estados Unidos. Los políticos y tecnócratas que arriesgan su vida política por apoyar austeros programas de ajuste, pueden quedar eliminados por acontecimientos exógenos que nadie entiende y cuya racionalidad es discutible. No deja de ser curiosa, desde el punto de vista del propio sistema internacional, la falta de redes de seguridad para enfrentar este tipo de situaciones, y poder así dar confianza a "recortistas" osados.

La renegociación de la deuda mexicana en agosto de 1984 puede abrir nuevas perspectivas, aunque, todavía, no son del todo claras. Tal vez haya medidas adicionales de seguridad secretas para los que observan buen comportamiento, las cuales no se hacen públicas por motivos políticos o de trabas morales, o, tal vez, haya planes secretos que pondrán en acción después de noviembre de 1984 para alargar los plazos de vencimiento y reducir las tasas de interés a las comisiones que enfrentan muchos países. Por lo que respecta al crecimiento, si no se puede sustentar la promesa de una expansión económica en los países deudores, sí se podría, al menos, evitarles un empeoramiento de la situación.

Una revisión de los escenarios

Pronosticar la balanza de pagos de los países latinoamericanos se ha convertido en importante deporte intramuros para banqueros, burócratas y académicos. Pero incluso quienes más insisten en los excesos latinoamericanos en cuanto a inflación, gasto público y déficit presupuestario, no los relacionan casi con la oferta de divisas. Cuando se trata de decidir si se van a pagar o no los intereses, la atención se centra casi exclusivamente en la balanza de pagos. Las referencias a la inflación y al déficit presupuestario se dejan típicamente para el final, reducidas a unos cuantos párrafos de exhortación. Parecería que las metas y objetivos del FMI, en las áreas fiscal y macroeconómica, no son considerados como pronósticos razonables de lo que es compatible con las proyecciones de disponibilidad de divisas, sino como metas demasiado ambiciosas cuyo objeto es asegurar que cualquier posible error de política sea por exceso de restricciones y no por falta de ellas. En política macroeconómica, la deflación excesiva engrosa el superávit comercial. Seguramente, esto explica que en 1983-1984 se hayan alcanzado

los objetivos en materia de excedente comercial previstos por los planes de estabilización bajo patrocinio del FMI, pero que se rebasaran las proyecciones de inflación y no se alcanzaran las de crecimiento. Se sabía desde un principio que las estimaciones sobre inflación y crecimiento eran poco realistas. Frecuentemente se asegura que lo importante no es que los pronósticos de inflación o de crecimiento se cumplan, sino que se llegue a un acuerdo de contingencia con el FMI y se dé el "proceso" de ajuste; o sea, lo que cuenta es el excedente comercial. El nuevo gobierno argentino, habiendo asumido el poder después de muchos años de mentiras oficiales, tuvo problemas para aceptar ese tipo de programas de estabilización engañosos y por ello, en parte, enfrentó obstáculos en sus negociaciones con el FMI. En cambio, el régimen militar brasileño parece regodearse en firmar cartas de intención poco realistas. Desde diciembre de 1982 ha despachado cuatro.

Son pocos los misterios que encierra la mecánica por la que se rigen los pronósticos de balanza de pagos referentes a los grandes países latinoamericanos. En todos se pueden encontrar las mismas variables y coeficientes fundamentales: el crecimiento en los países de la OCDE y el aumento inducido de las exportaciones de América Latina, la tasa de interés real internacional, los nuevos préstamos netos "involuntarios" o "concertados" por bancos privados y la inversión extranjera directa. La tasa de cambio real y su influencia en la promoción de exportaciones suelen constituir el mecanismo más importante de política económica interna, aunque algunas veces también se incluyen, como parte de ella, determinados cortes en importaciones petroleras. Las importaciones no petroleras y el crecimiento que permiten son tratados como elementos residuales. La mayoría de los investigadores, al parecer, considera de mal gusto dar proyecciones de desempleo³⁶ y de salario real, y pocos se atreven a revelar sus mejores estimaciones sobre inflación y déficit presupuestal.

Es fácil resumir la idea central de los pronósticos. En un periodo de aproximadamente dos años, el crecimiento probable de los países de la OCDE (sin un nuevo proteccionismo), combinado con menores tasas de interés, créditos nuevos y promoción interna de las exportaciones, reducirá sustancialmente la razón de deuda a exportaciones en casi todos los países y aumentará su solvencia. En estas circunstancias, el crecimiento latinoamericano podría cobrar fuerza de nuevo, aunque lentamente, y para 1990 el ingreso *per capita* quizá pudiera ser del mismo orden que el alcanzado en 1980. Pocos investigadores se permiten inscribir el PIB latinoamericano en escenarios más optimistas que éste. Pocas son las proyecciones de las que se desprende que, durante los próximos tres o cuatro años, el crédito neto nuevo

³⁶ En México y Brasil está disminuyendo la tasa de natalidad, pero el crecimiento de la fuerza de trabajo potencial continúa reflejando las tasas de hace veinte años. Según la CEPAL el crecimiento de la población brasileña fue de 3.0% anual en el periodo 1960-1965 y se espera que no rebase 2.2% durante 1980-1985. En cuanto a México, las cifras son de 3.4 y 2.7 por ciento, respectivamente.

vaya a ser mayor que el pago por intereses. A veces se ofrece una leve esperanza de que ocurran fenómenos fortuitos favorables, como heladas y plagas en los cítricos de la Florida o nuevos descubrimientos de yacimientos petrolíferos.

Aquellas proyecciones "optimistas" que arrojan excedentes comerciales en América Latina al cabo de un periodo breve, no son del todo claras, sobre todo si prevén que este superávit sea igual o mayor que el pago de intereses.³⁷ Es dudoso que esta realidad se pueda sostener políticamente en países hambrientos de capital y con una tendencia a sostener en el futuro una transferencia constante de recursos hacia el exterior. Más aún, en un contexto de mercados financieros moderadamente libres, tales proyecciones se convierten en profecías autodestructivas, al menos desde el lado de la oferta. Por ejemplo, si todos los banqueros realmente creyeran que Brasil va a generar excedentes comerciales por 15 000 millones de dólares hacia fines de la década, habría una verdadera estampida hacia Brasilia. Los brasileños se verían nuevamente inundados por ofertas de préstamos y, de aceptarlas, el país dejaría de producir los excedentes. Para tener un superávit comercial de 15 000 millones de dólares a fines de los ochenta, Brasil tendría que pasar por acontecimientos políticos extraordinarios y, además, estar permanentemente sujeto a un consorcio crediticio internacional que limitara los créditos, en lugar de promoverlos. Tasas de interés reales persistentemente altas reducirían la demanda de nuevos créditos, pero también detendrían la inclinación a restringir la absorción para generar superávit comercial.

Los escenarios optimistas reflejan el alcance del ajuste externo efectivamente conseguido por Chile, México y Venezuela. En estos países, se espera una posición de balanza de pagos que permita cierto crecimiento o una mejoría sustancial en los indicadores de deuda. En Argentina, Brasil y México, la inflación en 1984 fue un problema más inmediato que la deuda externa y que la balanza de pagos. De hecho, México y Brasil, países de buen comportamiento, han logrado una mejoría en la capacidad de pago y un incremento en las reservas que quizá les lleve a adoptar una actitud más firme en negociaciones próximas. La recuperación de las reservas brasileñas y mexicanas no ha provocado precisamente una intensa alegría entre todos los prestamistas.

El escenario optimista podría empañarse por una recesión internacional en 1985-1986, por tasas reales de interés que se mantengan a niveles de 1982-1983, por un repunte del proteccionismo y por préstamos reales ne-

³⁷ Una proyección de esta índole para Brasil se encuentra en el *World Financial Markets* del Morgan Guaranty Trust Company (julio de 1984). Ese estudio concluye que "aun en una estimación conservadora, parecería realista considerar que el excedente comercial brasileño crezca de su nivel actual de 10 000-12 000 millones de dólares a tal vez 15 000 millones para fines de esta década. Esto reduciría el déficit en la cuenta corriente a cerca de 3 000 millones de dólares anuales en promedio y, muy posiblemente, menos aún en unos cuantos años" (p. 11).

tos negativos o, para el caso, incluso de cero. Pocos investigadores van mucho más allá de señalar los ingresos en divisas catastróficos que resultan de estas circunstancias. Los incrementos en las tasas nominales de interés y las reducciones en los precios de algunos productos básicos durante el primer semestre de 1984, subrayan la frágil coyuntura en que se sitúa la deuda, todavía un año después de la vigorosa e inesperada recuperación estadounidense.

No cabe duda de que en los últimos años el equipo Reagan-Thatcher ha conseguido una brillante victoria política. En la arena Norte-Sur ha disciplinado, hasta ahora, al Tercer Mundo. Incluso ha puesto a la OPEP a la defensiva e intervenido en las agencias multilaterales hasta moldéarlas a su imagen y semejanza. Dados su programa y su función de bienestar, los puntos ganados por este equipo no son pocos. Con el cumplimiento de lo que hemos llamado proyecciones optimistas, la restricción conservadora ganaría la corona. . . Bajo tales circunstancias, la campaña en pro de una reforma sistemática basada en una función de bienestar diferente tiene pocas probabilidades de éxito. Pero quienes tienen las riendas del sistema en 1984 debieran tomar en cuenta la vulnerabilidad de él a las malas noticias y a las amenazas de aquellos que se consideran castigados.

De tomar medidas de seguridad prudentes, habría que empezar por admitir que, contra lo que se esperaba, los que prestaron y pidieron prestado a finales de los setenta incurrieron en pérdidas a principios de los ochenta. Tanto los prestatarios latinoamericanos como sus prestamistas cometieron errores de pronóstico. Es necesario compartir esa pérdida de una manera que se perciba como equitativa. Asimismo, para un futuro mejor, hay que saber asimilar las malas noticias contra las cuales no hay seguro en los mercados privados.

Un paquete modesto de reformas sistemáticas incluiría los siguientes puntos:

1. Expandir los recursos del FMI (que podrían tomarse prestados) al grado, por lo menos, de crear potencial suficiente para programas de estabilización sensatos.

2. Ampliar y reformar la Facilidad de Financiamiento Compensatorio (FFC) para ofrecer un seguro parcial contra las fluctuaciones inesperadas en el poder adquisitivo de las exportaciones de bienes y servicios (al hacerlo se debieran incluir, también, cargos financieros sobre la deuda externa en el índice de precios de las importaciones de bienes y servicios).³⁸

3. Con la FFC así ampliada, proyectar el poder adquisitivo de las exportaciones, tomando en cuenta no sólo las circunstancias económicas interna-

³⁸ En Carlos F. Díaz-Alejandro, "International Markets in the 1980s", *Journal of International Affairs*, vol. 38 (verano de 1984) se encontrará una sugerencia a favor de expandir y reformar la FFC. Ésta actualmente proyecta el valor nominal de las exportaciones y no contiene disposiciones para cubrir variaciones en los cargos por intereses. La reforma sugerida constituiría así un seguro contra cambios inesperados tanto en los términos de intercambio contemporáneos, como en los intertemporales.

cionales, sino también la política económica de cada país. El comportamiento de las exportaciones, ajustado apropiadamente respecto a cambios inesperados en la economía mundial y a choques por el lado de la oferta, podría convertirse en el elemento medular de la "condicionalidad" para la FFC, el FMI y otras instituciones multilaterales.³⁹ Estas organizaciones supervisarían también índices de proteccionismo para detectar en qué momento dejan de cumplirse las metas de exportación debido a medidas restrictivas por parte de los países importadores.

4. Alentar a través de la intervención oficial de la OCDE una reestructuración de la deuda abriendo mayores plazos y desalentando precios monopólicos, o en el proceso de renegociación, asociaciones indiscriminadas de antiguos adeudos públicos y privados.

5. Tomar medidas a escala internacional para eliminar paraísos fiscales y limitar la evasión de impuestos sobre ganancias por intereses (la información sobre las utilidades que rinden los activos financieros en manos de extranjeros sólo se compartiría con gobiernos comprometidos a combatir iniciativas de confiscación de estos valores); esta medida internacional se podría coordinar con aquéllas guiadas a detener el tráfico de estupefacientes y otros renglones de comercio ilícito. Los impuestos recaudados sobre intereses por depósitos latinoamericanos en bancos extranjeros se podrían entregar al Banco Interamericano de Desarrollo.

6. Mediante persuasión moral ejercida por bancos centrales, limitar agresivas medidas de comercialización por parte de bancos privados para alentar la fuga de capitales desde países en desarrollo.

El mayor reto que tiene el sistema continúa siendo la eliminación gradual o, al menos, la internacionalización efectiva del consorcio crediticio creado en 1982 para hacer frente a la crisis de deuda. A diferencia de 1974-1975, en 1984 pocos investigadores estarían dispuestos a sostener que el orden económico internacional no necesita una reforma sistemática, al menos del sistema financiero. Es notable que, incluso desde el FMI, las publicaciones que describen los mercados de capitales en la actualidad, empleen términos como el "efecto-rebaño", los "efectos de contagio", "sobre-presionar", "crisis de confianza", etc. Estos fenómenos no se dan en mercados competitivos que funcionan adecuadamente.⁴⁰ Hasta ahora existen pocas ideas explícitas acerca de cuál sería el aspecto de un mercado financiero in-

³⁹ Esto es una variación sobre una idea muy vieja. Véase Lester B. Pearson y otros, *Partners in Development; Report of the Commission on International Development* (Praeger, 1969), p. 132.

⁴⁰ Paul Mentré, *The Fund, Commercial Banks, and Member Countries*, Documento ocasional núm. 26 (Washington, D.C.; FMI, 18 de abril de 1984). Este artículo también sugiere que la competencia lleva a exceso de créditos (p. 26) y propone que "el importe de las divisas deberían ser centralizadas mediante transacciones en el mercado o por obligación. Se requiere un sistema global de información sobre deuda externa de empresas, bancos y entidades públicas, así como un sistema de autorizacio-

ternacional reconstruido para los países en vías de desarrollo. Es claro, sin embargo, que, bajo un sistema racional, México no exportaría capitales hacia Estados Unidos, como lo hizo en 1983-1984, y Colombia, como candidato preferente a un crédito puente en 1983, no estaría sujeta a las presiones que le ha puesto la banca internacional. (Corre el rumor de que los bancos, obligados a prestar a Brasil y a México pero decididos a mantener los toques arbitrarios que ellos mismos habían impuesto a América Latina en conjunto, accedieron, simplemente, a reducir los créditos a Colombia.)

Conviene hacer un poco de historia. Aprovechando la débil posición de Argentina durante los años treinta, el Reino Unido pudo imponerle los tratados Roca-Runciman y, apoyándose en ellos, logró para sí ventajas en materia de comercio e inversión considerados como escandalosos hasta para fríos observadores estadounidenses.⁴¹ Guiada por tecnócratas capaces, Argentina corrigió su política económica hasta lograr el servicio puntual de su deuda externa y un remanente de divisas para cubrir las utilidades enviadas al exterior. Recobró su ritmo de crecimiento e industrialización y para fines de los treinta parecía estar razonablemente encauzada. El golpe nacionalista-populista de junio de 1943 consiguió, sin embargo, revivir memorias de un orgullo nacional herido. Con ello se apuntó un éxito político al interior del país, pero a costa de consecuencias desastrosas para el sistema internacional.

Traducción: José Luis Alberro

nes o directrices para solicitar créditos, ya sea mediante la aprobación de transacciones individuales o imponiendo toques por categorías de deuda externa por cada entidad solicitante" (p. 21). Esto se aleja mucho de la doctrina Robichek.

⁴¹ Véase por ejemplo Virgil Salera, *Exchange Control and the Argentine Market* (Nueva York: Columbia University Press, 1941), p. 89. Obviamente los exportadores estadounidenses consideraban que los tratados Roca-Runciman colocaban a los exportadores británicos en una posición injustamente favorable. Hoy en día los exportadores estadounidenses hacia América Latina, a diferencia de los exportadores alemanes hacia Polonia, parecen darle poca importancia a cómo el servicio de la deuda limita su mercado latinoamericano, probablemente porque confían en el dinamismo de su mercado interno. Otro tanto podría afirmarse con respecto a los inversionistas directos en América Latina.

