

EL PROBLEMA DE LA DEUDA: ALGUNAS SOLUCIONES

Rudiger Dornbusch

Massachusetts Institute of Technology

A diferencia de las décadas de los años veinte y treinta, que se caracterizaron por el incumplimiento en el servicio de la deuda, en la actualidad éste continúa, en general, por buen camino. Hoy día se está llevando a cabo un gran experimento histórico en el que se obliga a los deudores a proseguir el servicio de su deuda, a pesar del enorme costo que implica para ellos mismos y de las consecuencias comerciales adversas que tiene para los países acreedores. Los instrumentos principales de este experimento son dos: por una parte, la renovada participación del gobierno en el cobro de las deudas privadas, que había pasado de moda después de la diplomacia de cañón del siglo XIX, y por otra, la intervención del FMI como administrador de los programas de ajuste. No obstante, el pago de la deuda, incluso con esta ayuda, no ha alcanzado el éxito esperado. El Plan Baker acabó siendo un pretexto para que los bancos comerciales redujeran su contribución a la reprogramación de la deuda y transfirieran la responsabilidad global a las agencias multilaterales, sin beneficio neto para los deudores.

La deuda de los países en desarrollo se negocia en el mercado secundario con grandes descuentos, sugiriendo que algo no está bien. Las soluciones propuestas van en cuatro direcciones:

1. El enfoque Bradley-Lever reconoce la existencia del problema, trata las deudas como un asunto político y busca llegar a una solución que intensifique el crecimiento y el comercio. La aceleración del crecimiento redundaría en beneficios para los países en desarrollo y sería la contraparte de las concesiones que éstos tendrían que hacer, pero habría también sin duda una mejora definitiva en la calidad de las deudas pendientes.*

2. Públicamente, la política de los bancos consiste en fingir que todo va bien, o que, al menos, está mejorando suficientemente para insistir en

* Traducimos la expresión "quality of debt" por "calidad de la deuda", ya que, en inglés, denota el hecho de que puede ser cobrada a tiempo y por el monto total. [T.]

que las cosas sigan su curso actual. Esperan el día místico en que se regresará a los préstamos voluntarios, o más pragmáticamente, en que los contribuyentes los sacarán de apuros.¹ Entretanto favorecen una dosis elevada de medidas económicas para estimular la oferta.

3. Gran número de dirigentes políticos y de organismos empresariales ha recomendado la creación de un "mecanismo" que asuma parte de la deuda de los países en desarrollo, tomándola de los bancos y transfiriendo los beneficios de una reducción en el pago de intereses o en el principal a los gobiernos deudores. Uno de los problemas más importantes de esta propuesta es determinar quién podría financiar este mecanismo. En general se señala a Japón como el candidato más viable.

4. Los países deudores se inclinan por una reducción, más o menos incondicional, de las tasas de interés en el caso de la reprogramación de su deuda, cuando más al nivel de la tasa LIBOR. En este sentido, hay otras posibilidades, entre las que se incluye la de hacer el servicio de la deuda una función de los precios o de los ingresos de exportación.

Es claro que la deuda de los países en desarrollo puede seguir en su forma actual por un año más, o por varios, si se usa suficiente presión e inventiva en el rescate. Pero los costos de no enfrentar una solución están aumentando tanto para los países deudores como para el comercio, el empleo y los intereses de los países acreedores en materia de política exterior. Las implicaciones comerciales del problema de la deuda sin duda explican, en parte, el creciente sentimiento de proteccionismo en los Estados Unidos, lo que en la actualidad se reconoce más ampliamente, dando lugar, por lo tanto, a un debate más generalizado de las opciones realistas que se enfrentan.

I. Algunos hechos

Empezaremos la discusión revisando algunos antecedentes empíricos en torno a dos temas: por una parte, la magnitud del ajuste de los países en desarrollo y el cambio en el financiamiento de los saldos desfavorables, y por otra, el riesgo en que incurren los bancos comerciales y la calidad de la deuda.

Ajuste en los países en desarrollo y financiamiento

El problema de la deuda ha redundado en que tanto los préstamos otorgados por la banca comercial como el servicio de la deuda de los países endeudados hayan dejado de ser voluntarios. Los deudores experimentaron reducciones tan drásticas en su cuenta corriente que sobrepasaron el creciente peso de los pagos de intereses. La falta de acceso a créditos frescos

¹ Es posible que esta afirmación exagere la complacencia de los bancos, vistas las consecuencias del arreglo con México. Se dice que los bancos se sorprendieron del alcance de los compromisos que se pidió en ellos.

en cantidades suficientes obligó a estos países a realizar el ajuste. El cuadro 1 muestra los cambios en la cuenta corriente de América Latina y el financiamiento recibido.

CUADRO 1

**Saldos desfavorables en cuenta corriente y financiamiento
en América Latina
(Miles de millones de dólares)**

	<i>Cuenta corriente</i>	<i>Préstamos</i>	
		<i>Acreedores oficiales*</i>	<i>Acreedores privados</i>
1978	19.4	2.2	25.8
1979	21.8	2.7	27.4
1980	30.2	6.1	35.9
1981	43.3	6.5	54.1
1982	42.0	14.6	28.8
1983	11.4	17.7	2.0
1984	4.9	10.7	7.0
1985	5.9	5.1	0.6

Fuente: FMI.

* Incluye pasivos relacionados a la reserva.

Lo que más sorprende de este cuadro es el importante ajuste de la cuenta corriente de los países deudores y la desaparición del financiamiento comercial. Es indudable que el vigor de los programas de ajuste se debe a la falta de acceso a créditos frescos. Obviamente, también habría que ver si este ajuste masivo ha sido apropiado. En efecto, si el endeudamiento fue excesivo y si hay que darle servicio a esa deuda, puede argumentarse que el ajuste era necesario. Pero ello supone, claro está, que el servicio de la deuda debe seguir. Hoy en día mucha gente considera que ésta es, sobre todo, una decisión política.

En América Latina el ajuste externo se ha logrado fundamentalmente a costa de la inversión productiva, como es evidente al consultar el cuadro 2, que muestra la inversión bruta y el superávit externo neto de intereses como proporción del PIB.

CUADRO 2

**Inversión y superávit externo neto de intereses en América Latina
(porcentaje del PIB)**

	<i>1977-82</i>	<i>1983-85</i>	<i>Cambio</i>
Inversión bruta	24.3	18.5	- 5.8
Superávit externo neto de intereses	0.6	4.7	5.3

Fuente: FMI.

El cambio en la inversión bruta es aproximadamente de la misma magnitud, aunque con signo opuesto, al cambio en el superávit externo neto de intereses: América Latina está mejorando el servicio de su deuda reduciendo la inversión productiva, lo que es casi inevitable dados los mecanismos a través de los cuales se lleva a cabo el pago de la deuda. Quizá el hecho más significativo sea que el servicio involuntario de la deuda impone al gobierno una restricción presupuestal que es más fácil enfrentar posponiendo, o simplemente renunciando a la inversión. Este efecto se ha manifestado claramente en los países deudores en los cuales la inversión pública ha disminuido drásticamente. Por ejemplo, en México la inversión del sector público ha disminuido en cinco puntos porcentuales del PIB.

La recesión de la actividad económica en los países deudores, aunada al muy alto costo del capital, constituye, obviamente, una segunda razón por la cual disminuye la inversión. Sacrificar la inversión, por oposición al consumo, es una decisión adecuada cuando se enfrentan problemas transitorios; si, al contrario, la postergación dura varios años, como es el caso ahora, y se espera además que continúe, surge un grave problema de asignación equivocada de los recursos. Las oportunidades de empleo no van a la par del crecimiento de la fuerza de trabajo, de suerte que el énfasis se traslada a recortes progresivos del salario en lugar de una recuperación del nivel de vida. La incapacidad, por parte de las autoridades de los países industrializados, para reconocer este sesgo anti-inversionista de los programas actuales, debe ser considerada como la más grave deficiencia de las estrategias de ajuste y como una crítica a la supervisión del FMI a los programas de ajuste.

Préstamos bancarios y calidad de la deuda

El cuadro 3 muestra la deuda de los países en desarrollo no petroleros a bancos estadounidenses, tanto en dólares como en proporción de su capital, diferenciando entre diversos grupos de bancos para subrayar la concentración de los préstamos otorgados por los bancos grandes.

Estos datos nos permiten señalar, en primer lugar, que el monto absoluto de los préstamos comerciales ha disminuido en los últimos años, como resultado de las reducciones del valor en libros y las ventas de activos, sobre todo en el caso de Asia y África. Además, queda claro que los bancos no se dirigen al préstamo voluntario sino que se mueven en la dirección opuesta.

Hemos centrado nuestra atención en estas medidas de riesgo (la distribución de préstamos por tamaño de banco), porque destacan la vulnerabilidad de los bancos a un posible incumplimiento. Los datos para América Latina se muestran por separado, pues resultan de particular interés porque constituyen la mayor parte de la deuda y se considera, por razones culturales, como la más vulnerable.

El cuadro 3 destaca el hecho de que el monto de los préstamos ha dis-

CUADRO 3

**Deuda de los países en desarrollo no petroleros
a bancos estadounidenses**

	<i>Todos los bancos de Estados Unidos</i>	<i>Los 9 principales</i>	<i>Los 15 principales</i>	<i>Los demás</i>
<i>Monto total (miles de millones de dólares)</i>				
1978	52.5	33.4	9.9	8.9
1982	103.2	64.2	20.2	18.9
1985	98.2	62.8	18.3	17.1
<i>Porcentajes de capital</i>				
1978	110	163	107	57
1982	154	227	162	75
1985	99	156	99	41
<i>Monto de los préstamos de los bancos estadounidenses a América Latina en 1985</i>				
mmd	70.0	44.3	13.2	3.2
% capital	69	109	66	30

Fuente: Reserva Federal.

minuido significativamente desde 1982, reflejando, en parte, un cambio aparente, y en parte, una estrategia de aumentos de capital (incluyendo pagarés) y marcadas reducciones en los compromisos de "créditos frescos". El que cierta proporción del aumento de capital tome la forma de promesas de participación y no de aportaciones directas al capital refleja, por un lado, el tratamiento fiscal más favorable de este instrumento y, por otro, el intento de escoger el mejor momento para suscribir el capital. Quedarían aún por determinarse los efectos financieros del requerimiento de esos compromisos. La diferencia entre el riesgo de la cartera de los grandes bancos y el de los demás bancos es clara, pues son aquéllos los que tienen la mayor parte de los préstamos pendientes. Una cancelación de todas las deudas de América Latina aniquilaría a los grandes bancos pero dejaría intactos a los pequeños, razón por la cual la deuda de los países en desarrollo es un problema de los "bancos grandes".

La deuda latinoamericana no deja de ser noticia a ocho columnas; tanto los acuerdos como las reprogramaciones del FMI son aclamados y recibidos con alivio; las rupturas de negociaciones son motivo de inquietud hasta que se generaliza la seguridad de que, a la postre, suele llegarse a un acuerdo, aunque el proceso haya sido difícil. Pero las dudas continúan aún después de cuatro años de éxito en las reprogramaciones y sin ningún incumplimiento abierto.

Actualmente existe un mercado en el que los bancos pueden vender o intercambiar (por medio de *swaps*) préstamos que están en su cartera; las transacciones son entre bancos, aunque también se llevan a cabo con empresas e incluso con inversionistas privados. El descuento de la deuda comercial en este mercado secundario es un indicador de la calidad de los préstamos bancarios. El cuadro 4 muestra los descuentos de los préstamos a Latinoamérica a mediados de mayo de 1986.

CUADRO 4

Valor de la deuda latinoamericana en el mercado secundario de Nueva York y montos de deuda

	<i>Valor de la deuda (centavos por dólar)</i>	<i>Deuda total (miles de millones de dólares)</i>	<i>Deuda a los bancos estadunidenses</i>
Argentina	63	49.6	8.5
Bolivia	7	4.2	0.14
Brasil	76	104.5	23.9
Chile	68	21.5	5.9
Colombia	85	13.6	2.6
Ecuador	64	7.7	2.1
México	60	97.3	24.8
Perú	20	14.2	1.65
Uruguay	64	4.7	0.89
Venezuela	77	36.5	20.4

La evidencia es asombrosa: los descuentos de 30 o 40% sugieren que el mercado considera que el incumplimiento parcial o total es una posibilidad no muy remota; sin embargo, esta evaluación puede estar influida por el hecho de que este mercado sigue siendo muy estrecho y que su riesgo no ha sido distribuido a las viudas, huérfanos y compañías de seguros que normalmente poseen parte de estos títulos de crédito. No obstante esa estrechez del mercado, los descuentos son muy grandes, lo que sugiere que un retorno inminente a los préstamos voluntarios es poco probable.

II. ¿Soluciones al problema de la deuda?²

Usualmente, y así como sucediera más recientemente en los años veinte y

² Para una discusión amplia de las posibles soluciones, véase Lessard y Williamson (1985).

treinta, la consecuencia de que las condiciones internacionales se tornen adversas después de haberse otorgado préstamos de manera imprudente, es provocar el incumplimiento de los deudores: normalmente el valor en libros de las deudas disminuye o, sencillamente, no se les da servicio por muchos años. Cuando el servicio acaba por reasumirse, ocurre que no se liquidan los atrasos en su totalidad y, con frecuencia, las tasas de interés disminuyen.

Los dos elementos distintivos de la crisis actual son los siguientes: primero, que los bancos y los gobiernos, en vez de ser tenedores de bonos, son los acreedores principales. Pero es aún más significativo el hecho de que los gobiernos de los principales países industrializados hayan insistido en que se continúe pagando el servicio de la deuda y hayan supervisado este pago, utilizando al FMI como el principal agente coordinador. El sistema ha evitado los problemas de liquidez ofreciendo el "crédito fresco", sólo que a un precio que incluye jugosos márgenes y ejerciendo presión política entre bastidores para garantizar el pago de la deuda. Los acreedores están suficientemente organizados para seguir con este enfoque caso por caso, mientras que los deudores no han podido unirse para enfrentarlo.³ La dificultad para encontrar una solución es semejante a la que mencionaba el banquero Otto Kahn del banco de inversiones Kuehn Loeb en las audiencias del Comité de Finanzas del Senado sobre el problema de la deuda en 1931 y 1932.⁴

Si fuera posible encontrar una manera de tomar todas estas reparaciones y deudas de guerra que cuelgan del cuello del mundo como una muela de molino, y hundirlas en lo más profundo del océano, la aceptaría sin reservas. Pero no hay tal mecanismo que yo pueda o que alguna vez haya podido diseñar, que tome en cuenta todos los elementos del caso. Y puesto que creo que nadie más ha hecho alguna propuesta factible, lo que nos queda por hacer es tratar de instrumentar con mucha calma, control personal y gran moderación, aunque maldiciendo un poco y blasfemando entre dientes, pero sin dejarnos llevar, algo diferente, que se acerque lo más posible a una acción realmente útil y efectiva hacia una solución de esta situación, prácticamente sin precedente, en un momento en que la mayoría tiene los nervios de punta y algunos se encuentran al borde del agotamiento. Pero ello, he de repetirlo, no es en esencia un problema financiero, aunque, claro está, el aspecto financiero es relevante.

El problema de América Latina es obtener un alivio a la carga de la deuda que libere recursos para la inversión y fomente la especulación para apoyar la capacidad del gobierno de promover el crecimiento sin riesgo de inestabilidad financiera. Una reforma fiscal y su administración agresiva son los instrumentos de peso, y aunque es importante aumentar la eficiencia del sec-

³ El convenio con México obligó a los bancos comerciales a aportar cantidades inesperadas. El convenio demostró que el problema de la deuda de ninguna manera ha muerto y que la intervención gubernamental puede ser contraproducente.

⁴ Senado de Estados Unidos, 1937, parte II, p. 361.

tor público, las medidas para atraer capital y aligerar el peso de la deuda externa parecen ser las más deseables y prácticas. Revisaremos aquí cuatro opciones: la conversión de deuda por acciones (*debt equity swaps*), la repatriación de capitales fugados, la creación de un "fondo" y el alivio a la carga de la deuda a la manera de Bradley.

Conversión de deuda por acciones

El problema de la deuda tiene dos aspectos: el primero es que los deudores no pueden servir a su deuda en los términos en los que se contrajo. Por otra parte, los fondos que se usan para pagar los intereses se obtienen, en gran medida, a expensas de inversiones que su economía requiere, de suerte que los deudores tienen un déficit de recursos y de inversión. En cuanto a los acreedores, los bancos pequeños están cansados de las acrobacias que implica el cobro de las deudas y quieren evitar un ciclo más de reprogramaciones. Pero las naciones deudoras no tienen liquidez para comprar su participación en la sindicación, cosa que tampoco pueden hacer los bancos grandes, dado que el monto de sus préstamos vigentes es exagerado. Ambos problemas dificultan las acciones de los reguladores, los contadores y los que toman decisiones a nivel mundial.

La baja calidad de los préstamos a los países en desarrollo puede medirse por el descuento con el que se transan en el mercado secundario, que cada vez adquiere mayor importancia y donde los bancos hacen operaciones entre sí, pero también con empresas e inversionistas privados.

La deuda de los países en desarrollo se vende con grandes descuentos, que van desde 60 y 75 centavos por dólar en los casos de Brasil, México, Argentina o Filipinas, hasta entre 7 y 35 centavos por dólar en los casos de Bolivia, Perú y Nigeria. Esto sugiere que es poco probable que los préstamos vuelvan a fluir voluntariamente. Por lo tanto, la atención de los acreedores se dirige ahora a encontrar nuevas maneras de liquidar deudas sin sufrir pérdidas inmediatas y masivas en la totalidad de su cartera. Pero, si los bancos han de retraerse, ¿quién los sustituirá?

La conversión de deuda por acciones se ha tornado en un componente atractivo de una solución al problema de la deuda; obviamente no es *la* solución, pero sí constituye una sana aportación, con todos los aires de la libre empresa.⁵ Su mérito aparente es que resuelve varios problemas a la vez: permite que los bancos se deshagan de sus préstamos sin que su precio disminuya mucho, los deudores pueden reducir su deuda externa, y al mismo tiempo, hacerse de inversión extranjera. Habiendo considerado estos elementos, parece ser la mejor idea desde la creación del pan en rebanadas.

⁵ El número de *World Financial Markets* de Morgan Guaranty de septiembre de 1986 defiende con entusiasmo la opción de la conversión de deuda por acciones.

Un pequeño cuento nos permitirá introducir un poco de cinismo.⁶

Un hombre había comprado un perro extraordinario, fabuloso. ¿Cuánto le había costado? Tras callar, confesó avergonzado: medio millón de dólares. Sus amigos estaban sorprendidos. No había duda de que eso era una locura, pues ningún perro podría valer tanto. ¡Debía regresar al perro y exigir su dinero! Cuando se volvieron a encontrar, el dueño del perro era todo sonrisas. Sí, vendió el perro; sí, el arreglo fue ventajoso: cambió el perro por dos gatos. Esta es, también, la esencia de la conversión de deuda por acciones.

El problema fundamental es que estos *swaps* equivalen a un subsidio presupuestal a los países deudores que permitirá que se retiren los bancos y arriben inversionistas extranjeros. Funcionaría de la siguiente manera: el banco First Regional vende bonos del gobierno brasileño con descuento a Sueños, S.A., una empresa estadounidense que se especializa en servicios. Sueños S.A. se acerca al Banco Central del Brasil para que la deuda le sea pagada en cruzados, mismos que utiliza para adquirir una empresa brasileña. Al parecer, todos salen ganando: el banco encontró una manera de vender parte de su cartera líquida sin por ello deprimir el mercado secundario; la empresa que invirtió tuvo la ventaja de comprar cruzados con descuento y Brasil puede pagar su deuda externa con su propia moneda y no en dólares. Además, se lleva a cabo una inversión necesaria.

Entonces ¿por qué los gobiernos deudores se resisten a este arreglo? Cada vez que los bancos y los inversionistas muestran demasiado interés, América Latina teme que haya una trampa. Esta vez, tal es el caso. Primero hay que reconocer que el gobierno deudor tendrá que financiar la recompra de la deuda que está en manos del inversionista extranjero, pues no puede simplemente imprimir dinero para pagar. De hecho, el gobierno emitirá deuda interna y utilizará esos recursos para comprar su deuda externa conforme la presenta el inversionista extranjero. Por lo tanto, al final de la operación, el gobierno habrá reducido su deuda externa pero aumentado la interna por la misma cantidad. El país tendrá menos capital, pues el inversionista habrá adquirido parte de él, pero habrá redimido parte de su deuda externa.

¿Hay alguna ventaja presupuestal? En el presupuesto, el rubro de pago de intereses sobre la deuda externa ahora será menor, aunque aumentará el servicio de la deuda interna. Habrá una reducción neta en el pago de intereses si el país deudor logra apropiarse la mayor parte del descuento con el que se negoció la deuda externa, y si la tasa de interés doméstica (en dóla-

⁶ No cabe duda de que la conversión de deuda por acciones entre empresas y sus acreedores comerciales es totalmente apropiada (pero sin intervención del gobierno o subsidio alguno); de la misma manera, tampoco puede haber objeción alguna en contra de la inversión extranjera directa. Por el contrario, debió haber habido más en el pasado y mientras más se dé en el futuro, tanto mejor. Las objeciones que aquí se hacen, se refieren únicamente al uso de un presupuesto, de por sí recortado, para engrasar los engranes del sistema.

res), no es demasiado alta respecto al costo de darle servicio a la deuda externa. Es probable que, en neto, aumente el servicio de la deuda, puesto que las tasas de interés real en los países deudores son excepcionalmente altas.

Sin embargo, los *swaps* pueden ser útiles para equilibrar la balanza de pagos, ya que la deuda externa se reduce y disminuyen, por lo tanto, los onerosos pagos de interés; esta reducción puede verse contrabalanceada por mayores remesas de dividendos o ganancias de los nuevos dueños extranjeros del acervo de capital nacional. Por lo tanto, en lo que a pagos se refiere, el artificio no resulta eficaz; de hecho, el país pierde liquidez puesto que es mucho más sencillo controlar el servicio de la deuda comercial que las remesas de las transnacionales. La salida masiva de remesas de Brasil en 1986 ilustra este punto.

La conversión de deuda por acciones es, en esencia, un cambio en el portafolios del país, que consiste en vender activos redituables y comprar otros menos deseables. Si este no fuera el caso, ¿por qué habrían los bancos de vender unos y los extranjeros de comprar otros? Se puede argumentar que el gobierno podría canalizar estos convenios para que dejaran de ser una transacción con activos ya existentes y se dirigieran, al contrario, hacia una nueva inversión adicional. De todos modos, lo más probable es que los intermediarios financieros buscaran empresas, nacionales o extranjeras, que ya estuviesen invirtiendo y que les ofrecieran un paquete financiero novedoso que implicara un *swap* más barato que otras fuentes de financiamiento, ya que contienen un subsidio implícito del gobierno. Por lo tanto, la conversión de deuda por acciones financiará una inversión que se hubiera dado de cualquier forma. Esto explica la renuencia de los países deudores (con excepción de la liquidación por causa de incendio que ha llevado a cabo Pinochet en Chile) a lanzarse por este camino.

Se supone que la conversión de deuda por acciones resuelve dos problemas distintos: permite a los bancos deshacerse de la deuda de los países en desarrollo, aunque éstos no están en posibilidad de pagar, *a la vez que* provee de recursos frescos a las economías deudoras. Una, con el pegamento de los dólares del presupuesto, dos operaciones totalmente separadas que ocurrirían por sí mismas en un mercado no regulado: para poder vender las deudas de los países en desarrollo al público no bancario y resolver así el problema de los bancos, tendrían que ser descontadas. Para enfrentar el problema de la falta de recursos, los países deudores crearían fondos de inversión, con amplias facilidades para la repatriación de dividendos, a través de los cuales los no residentes pudieran invertir en la economía privada. Si estas dos etapas se diferencian claramente, se asegura que las deudas viejas e incobrables dejen de ser un impedimento para la nueva inversión. Las pérdidas de capital implícitas se repartirían de manera más extensa, aunque posiblemente implicarían pérdidas para los accionistas de los bancos. Los países deudores obtendrían recursos adicionales que podrían utilizar para aumentar la inversión o pagar su deuda.

Esta es la solución de mercado. La conversión de deuda por acciones es, al contrario, una manera de nacionalizar estas transacciones canalizando los subsidios presupuestales hacia los accionistas de los bancos, en vez de dirigirlos hacia inversión adicional.

Los artificios en el balance consolidado de la economía no pueden sustituir los recursos reales adicionales que se necesitan para invertir. La inversión volverá a ocurrir y la economía a crecer, cuando mejoren los presupuestos gubernamentales en los países deudores, y cuando su sector público se vuelva más eficiente y haya transferencias netas de recursos del extranjero. Los banqueros y las deudas incobrables, con su sujeción de los ministros de finanzas de los países deudores, siguen siendo el obstáculo principal a esa solución. Por supuesto que los países deudores deberían abrir sus puertas a la inversión extranjera directa pero su subsidio no es justificable.

La repatriación de capitales fugados

El optimismo febril se dirige entonces a los cien mil millones de dólares, o más, de activos latinoamericanos que han huido de la inestabilidad financiera y de los impuestos, en especial hacia Estados Unidos. Si esos capitales se repatriaran, podría pagarse casi la totalidad de la deuda externa, sobre todo en el caso de Argentina y México. Ello se debe a que gran parte de esa deuda sirvió, precisamente, para financiar el éxodo de capital privado. El cuadro 5 muestra estimaciones del flujo de capital en diferentes periodos, obtenidos con metodologías distintas. Sea cual fuere la cifra exacta de la fuga de capitales, no hay duda de que ocurrió a una escala extraordinaria en los casos de Argentina, México y Venezuela; de ahí la sugerencia de que la repatriación de ese flujo tan importante podría saldar la deuda sin mayor dificultad.

CUADRO 5

**Estimaciones de fugas de capital en América Latina: 1976-1982
(miles de millones de dólares)**

<i>Argentina</i>	<i>Brasil</i>	<i>México</i>	<i>Venezuela</i>
27	3	36	25

Fuente: *World Financial Markets*, marzo de 1986.

La idea de que el retorno de los capitales privados pudiera ser la solución principal o, al menos, una de importancia, es ingenua. No hay muchos precedentes históricos de repatriaciones importantes y, cuando han ocurrido, han sido posteriores y no anteriores al proceso de estabilización. Einaudi alguna vez constató que los ahorradores "tienen memoria de elefante,

corazón de cordero y piernas de liebre". El capital esperará hasta que se haya resuelto el problema; no será parte de la solución y mucho menos su cabeza de puente.⁷

Con frecuencia se argumenta que si tan sólo los países adoptaran políticas que garantizaran tasas de interés real positivas y estables para los ahorradores, el problema de la fuga de capitales perdería importancia. Pero este argumento no es operativo por tres razones: primero, la devaluación es inevitable en el contexto de un programa de ajuste. Tratar de compensar a los ahorradores por las pérdidas de las que hubieran podido protegerse teniendo activos en dólares, implica una carga presupuestal fantástica que, a su vez, llevaría a la inestabilidad financiera. En segundo lugar, instrumentar altas tasas reales de interés presenta un grave riesgo para las finanzas públicas, puesto que la deuda pública aumentará como una bola de nieve, convirtiéndose en una fuente de inestabilidad. Por último, incrementar la tasa de retorno de los instrumentos financieros por encima del retorno esperado de la inversión física, es una medida equivocada; este estímulo a la oferta es atroz porque, en última instancia, deteriora la base gravable y desfigura el sistema financiero, al hacer que muchos préstamos se tornen incobrables. Simplemente, la prioridad de un país en crisis no puede ser la de satisfacer a sus tenedores de bonos.

El control de capitales, cuando sea factible, es una mejor estrategia para poner orden en las finanzas públicas, en vez de esconder momentáneamente los problemas más agudos con tasas de interés real extremadamente altas. Esta medida fue, de hecho, el origen del problema que se suscitó en Argentina siendo presidente del Banco Central Martínez de la Hoz y explica algunas de las dificultades por las que atraviesa México actualmente.

Asimismo, vale la pena reconocer que Estados Unidos es quien ha creado, en gran medida, el problema de la fuga de capitales. En un esfuerzo por financiar su propio déficit a bajo costo, el gobierno americano ha promovido el fraude fiscal en una escala sin precedente. La única intención que puede atribuirse a la eliminación de la retención del impuesto sobre la renta en el caso de activos que están en Estados Unidos en manos de no residentes, es posibilitar que los extranjeros utilicen el sistema financiero como un paraíso fiscal.

Para que un instrumento mexicano (que causa impuestos en su país), pueda competir con el retorno, libre de impuestos, que puede obtener en Estados Unidos, tendría que ofrecer un rendimiento mucho mayor que este último, ello sin considerar la depreciación de su moneda y otros riesgos.

Mucho se ha hablado acerca de los problemas en que incurren los bancos al otorgar créditos frescos a los países deudores, en el sentido de que

⁷ La encuesta de opinión sobre México, publicada en el *New York Times* el 16 de noviembre de 1986, muestra claramente cuán pesimistas pueden ser los ciudadanos de los países endeudados respecto a las posibilidades de una recuperación económica.

muchos, como México, los dejan ir en fuga de capitales. Se dice que, de cada dólar de crédito fresco concedido, 70 centavos habrán de salir en forma de fuga adicional. De hecho, los grandes bancos son los vehículos y los beneficiarios principales de la fuga de capitales. El sistema actual intensifica el carácter explosivo de la crisis de la deuda, al dejar caer sobre los trabajadores de los países en desarrollo un peso adicional en el proceso de ajuste. Por ello, el tratamiento que le dan los bancos americanos a la fuga de capitales es, no sólo abiertamente cínico, sino también miope.

El "fondo"

En los últimos cuatro años, académicos, dirigentes empresariales y políticos han hecho gran número de propuestas con objeto de separar las viejas deudas incobrables de la inversión nueva en los países deudores que tanto la necesitan. Las deudas incobrables son enormes hipotecas que pesan sobre estos países, impidiendo el flujo de nuevos recursos. Para alcanzar estos resultados hay que crear un "fondo" que adquiera de los bancos las deudas de los países en desarrollo y ponga a disposición de los deudores los beneficios de una reducción en los costos del servicio de la deuda.⁸ Aligerar la carga de las deudas viejas y utilizar un fondo internacional, con posibilidades de diversificación y buena reputación en materia de crédito, ofrece importantes oportunidades para transferir beneficios a los deudores sin efectos destructores para la solvencia de los bancos o para el valor de la cartera de sus accionistas.

Los detalles de este "fondo" varían. Por supuesto, son administrados por el Banco Mundial y evocan el Plan Marshall, reciclando y compartiendo la carga internacional entre países con monedas fuertes o excedentes externos importantes. Partiendo de una suscripción de capital, que haría un donador aún no designado, y después de haberla apalancado en el mercado mundial de capitales, el "fondo" obtendría de los bancos el control de la deuda, o bien, la compraría en el mercado secundario. Los beneficios para los países en desarrollo se derivan del hecho de que el "fondo" tendría costos de capital menores de los que enfrenta un país en particular, tanto por las posibilidades de diversificación, como por las garantías que ofrecería. El beneficio de la reducción en el costo de capital y de las compras que haría el "fondo" en el mercado secundario, se transferiría a los deudores en forma de tasas de interés más favorables o de una quita.

La idea de un "fondo" llama la atención respecto a un problema importante y práctico en los mercados financieros. Mientras más alta sea la tasa de interés cobrada, menos probable es que un crédito se pueda y se vaya

⁸ Las propuestas más recientes son las de David Obey y Paul Sarbanes, que aparecieron en un editorial del *New York Times* el 9 de noviembre de 1986, y la sugerencia del "Fondo Japón" hecha por Jim Robinson en varios discursos. Las primeras propuestas en este sentido son las de Kenen (1983) y Weinert (1983).

a pagar. Por ello, la política de tener primas al riesgo redunda exactamente en eso: hace que los préstamos sean riesgosos. El "fondo" evitaría este problema cobrando la misma tasa de interés, pero recompensaría a los países por su desempeño, rebajando el valor en libros de sus deudas.

Un rasgo interesante de esta propuesta es que introduciría un nuevo actor en las negociaciones sobre la deuda. Preocupados por la solvencia y la productividad del "fondo", sus administradores posiblemente adoptarían una postura en los acuerdos de reprogramación, que asegurara que el valor de sus activos no se viera perjudicado por arreglos que implicaran extorsión o programas de ajuste que no fueran razonables. En una situación particular, podría imaginarse que el "fondo" pusiera a disposición de cierto país, digamos México, un préstamo de largo plazo para la reconstrucción y que, a cambio, obtuviera, por parte de los bancos, reducciones extraordinarias en los márgenes o en los vencimientos de los préstamos. Claro que para poder tomar una posición tan agresiva, la dirección del "fondo" tendría que ser suficientemente hábil e independiente para que pudiera estar fuera del alcance inmediato del Departamento del Tesoro de Estados Unidos.

Aparte del problema del donador inicial, la pregunta principal es saber quiénes serían los beneficiarios del "fondo" pues, en última instancia, deberá involucrar dinero de los contribuyentes, aunque sea fuera del presupuesto y de manera apalancada. Por eso es razonable preguntar si beneficiaría a los hambrientos deudores africanos, a la clase media latinoamericana o a los países que se han podido superar, como Corea. Si se limitara el acceso principalmente a América Latina, en vez de África, cuya deuda es sobre todo con gobiernos y organismos internacionales, podría insinuarse que la misión del "fondo" sería sacar de apuros a los bancos.

Alivio en la carga de la deuda

Los países deudores no han logrado formar una asociación efectiva que logre alivio en la carga de la deuda, ya sea en forma de una rebaja en su valor en libros, tasas de interés mucho menores, periodos de gracia generosos o consolidación de la deuda en forma de perpetuidades. Por el contrario, han competido entre sí y, finalmente, han tenido que someterse a términos desfavorables y a una supervisión muy estricta por parte del FMI.

Hasta ahora, sólo ha habido dos intentos de transformar el servicio de la deuda en un problema político importante: uno es el caso de Perú y otro es la actitud que adoptara México a principios de 1986. En cada caso los excesivos costos internos del servicio de la deuda y los efectos destructivos sobre la inversión, la inflación y el crecimiento potencial llevaron a los gobiernos de estos países a tratar de limitar los daños. Es difícil creer que Perú haya llegado muy lejos, pero no hay duda de que México sentó un precedente importante en lo que a política y procedimientos se refiere. El éxito mexicano demuestra que cuando hay suficiente determinación, los deudo-

res pueden, de hecho, asegurar márgenes reducidos, fondos de contingencia e incluso garantías para el desarrollo.

Al mismo tiempo, el problema de la deuda se está transformando en un asunto político, en parte por razones de política exterior. Sin embargo, el hecho de que el desempeño comercial deficiente de Estados Unidos se perciba como reflejo de la necesidad de los países deudores de obtener divisas, constituye otro motivo importante. Hasta ahora, la iniciativa más importante es la del senador Bradley (1986a,b). El Plan Bradley subraya la necesidad de crear un vehículo para las discusiones comercio-deuda. Al fijar explícitamente la atención sobre la relación entre concesiones comerciales por parte de los países deudores y alivio limitado al peso de la deuda, en casos escogidos, este enfoque hace de la deuda un problema abiertamente político. Además de adecuar el sistema regulatorio para facilitar una rebaja en libros de su valor, esta propuesta también incluye una reducción del pago de intereses, crédito adicional y el castigo de la deuda.

Ha habido reacciones negativas a la propuesta de Bradley, que sugieren que es impráctica y nociva. Uno de los argumentos es que los detalles específicos del Plan —como la cumbre anual sobre la deuda— son poco creíbles, complicados e indeseables. La cuestión comercial es poco importante desde la perspectiva del sector externo o del crecimiento de Estados Unidos —en todo caso, se trataría únicamente de un cambio de 12 a 15 mil millones de dólares en la balanza bilateral con Sudamérica—. Además, se considera que las reducciones en el monto de la deuda no están suficientemente condicionadas al desempeño de los países deudores y que, por lo tanto, no valen la pena. Otra crítica importante es que esta propuesta implica que cualquier tipo de alivio en la carga de la deuda deteriora o incluso destruye la posibilidad de que el país beneficiario tenga, de nuevo, acceso al mercado internacional de capitales. Se argumenta que los países que acepten un alivio en el peso de su deuda no podrán deshacerse de ese estigma y que sólo aquéllos que humildemente le den servicio a su deuda verán llegar el día de los préstamos voluntarios. Los antecedentes históricos de América Latina demuestran lo contrario.

Es probable que las soluciones políticas al problema de la deuda se asemejen a lo que obtuvo México y, desgraciadamente, se alejen de la propuesta de Bradley. Es evidente que la reticencia a conceder rebajas en el valor en libros de la deuda amainará, y que los términos se tornarán más flexibles. Pero también es cierto que el problema de la deuda seguirá siendo una carga abrumadora en los prospectos de crecimiento de América Latina, en tanto los contribuyentes no estén dispuestos a garantizar su crecimiento y los políticos no estén dispuestos a suscribir a los bancos. Por lo tanto, el crecimiento latinoamericano dependerá, en partes iguales, de que se solucione el problema del déficit estadounidense, con acomodación monetaria generosa, y del saneamiento de las finanzas públicas de los países deudores. Si se cumplen estas dos condiciones, y sin contar con episodios extremos como

la crisis petrolera en México durante 1986, podrá reanudarse el crecimiento, aunque no podrán recuperarse las pérdidas sufridas en la década de los años ochenta.

El problema del riesgo moral

Las soluciones a la crisis de la deuda que implican su alivio se enfrentan a una objeción aparentemente abrumadora: la deuda de América Latina refleja, en gran medida, una administración deficiente y la fuga de capitales. Otorgar alivio a los deudores latinoamericanos y no a los países cuya gestión fue más cuidadosa, equivale a recompensar políticas que dejan que desear e invita, por lo tanto, a que se repitan.

Este argumento sobre el riesgo moral puede extenderse en otras dos direcciones: primero, al no ofrecer alivio a la deuda, los gobiernos de los países acreedores contribuyen a que sean saldados préstamos que no deberían haber sido concedidos. Así, favorecen políticas crediticias incorrectas por parte de los bancos comerciales, que esperan contar con sus gobiernos para cobrar hasta los préstamos más imprudentes que se otorgaron a países soberanos. Al respecto, Friedman observa (1984, p. 38):

De suerte que pienso que la manera de resolver el problema de la "bomba de la deuda" de los países en desarrollo, es requerir que sean quienes otorgaron los préstamos, quienes los cobren. Si pueden hacerlo, bien; si no, ése será su problema.

En segundo lugar, con frecuencia se argumenta, en el contexto de las fugas de capital, que la amnistía para el fraude fiscal y las transferencias ilegales de fondo es una política eficaz y efectiva para alentar la repatriación. Claro que el mismo argumento sobre el riesgo moral se aplica en este caso, en la medida en la que ésta debilitaría la moralidad futura en la recaudación impositiva.⁹

La debilidad de este argumento sobre el riesgo moral en casos como Argentina y México, proviene de la naturaleza misma de la fuga de capitales: en esencia, los que pagan son los trabajadores, cuyos salarios reales disminuyen. Los dueños de capitales en el extranjero son recompensados con ganancias de capital y resultan ser, por consiguiente, los beneficiarios netos de la crisis de la deuda. El argumento del riesgo moral puede, por tanto, invertirse para apoyar la necesidad de alivio en la carga de la deuda.

Traducción: *José Luis Alberro*

⁹ Hay una diferencia interesante en la ideología de las finanzas públicas: se dice que las rebajas al valor en libros de la deuda en forma de un gravamen al capital debilitan los fundamentos mismos del crédito gubernamental, pero una amnistía fiscal se percibe como una respuesta apropiada.

Bibliografía

- Bradley, B. (1985a), "A Proposal for Third World Debt Management", ponencia presentada en Zurich el 29 de junio de 1986.
- _____ (1986b), "Defusing the Latin Debt Bomb", en *Washington Post*, 5 de octubre.
- Dornbusch, R. (1986), "The Bradley Plan: A Way Out of the Latin Debt Mess", en *Washington Post*, 27 de agosto.
- Eichengreen, Barry y Richard Portes (1986), "Debt and Default in the 1930s: Causes and Consequences", en *European Economic Review*, junio.
- Fishlow, A. (1985), "Lessons from the Past: Capital Markets During the 19th Century and the Interwar Period", en *International Organization*, verano.
- Friedman, M. (1984), *Politics and Tyranny*, Pacific Institute for Public Policy Research.
- Hakim, P. (1986), "The Baker Plan: Unfulfilled Promises", en *Challenge*, septiembre/octubre.
- Kaletsky, A. (1985), *The Costs of Default*, Twentieth Century Fund.
- Kenen, P. (1983), "A Bailout for the Banks", en *New York Times*, 6 de marzo.
- Lessard, Donald R. y John Williamson (1985), "Financial Intermediation Beyond the Debt Crisis", en *Policy Analyses in International Economics*, vol. 12, Institute for International Economics, Washington, D.C., septiembre.
- Lever, E. y C. Buhne (1986), *Debt and Danger*, Atlantic Monthly Press.
- Maddison, Angus (1985), *Two Crises: Latin America and Asia, 1929-38 and 1937-83*, OECD.
- Obey, D. y P.S. Sarbanes (1986), "Recycling Surpluses to the Third World", en *The New York Times*, 9 de noviembre.
- U.S. Senate, Committee on Finance (1932), *Sale of Foreign Bonds or Securities in the United States*, enero.
- Weinert, R. (1983), "Banks and Bankruptcy", en *Foreign Policy*, primavera.
- Winkler, Max (1933), *Foreign Bonds*, Roland Swain Company, Filadelfia.

