

## DEUDA EXTERNA; UNA ALTERNATIVA DE SOLUCIÓN\*

---

Saúl Trejo Reyes  
*El Colegio de México*

### 1. Deuda y economía nacional

La magnitud de la deuda pública, externa e interna, distorsiona considerablemente la operación del sistema económico y hace muy difícil visualizar una mejora significativa de la economía de los países deudores bajo las circunstancias actuales. Ello, como ha sido ampliamente discutido en el caso de México, representa un problema que rebasa ya el ámbito de lo estrictamente económico. De ahí la importancia de buscar fórmulas alternativas de solución que sean congruentes con el interés nacional y que puedan ampliar la gama de posibilidades de negociación con la comunidad financiera internacional.

Para un país deudor como México puede considerarse que los problemas fundamentales para el pago de la deuda externa son dos. Primero, la insuficiente capacidad de exportación que impide pagar simultáneamente el servicio de la deuda y las importaciones que permitirían un ritmo de crecimiento suficiente para satisfacer las necesidades mínimas de una población que aumenta en casi dos millones de personas anualmente. Segundo, la magnitud de la carga fiscal improductiva que requiere el servicio de la deuda pública, y que rebasa ya con creces el total de la recaudación fiscal

\* Este trabajo se inició, en una versión preliminar, en octubre de 1985. En febrero de 1986, el autor tuvo conocimiento de que Víctor L. Urquidí había estado desarrollando en forma independiente una idea similar, la cual publicará en un próximo artículo. Posteriormente ha tenido varias discusiones extensas con Urquidí sobre el tema. Por otra parte, ideas similares han llegado a la atención del autor con posterioridad a la terminación de este trabajo. Las que más directamente tratan sobre el tema se citan al final. Se agradecen los comentarios de Germán Seijas a una versión preliminar de este análisis.

no petrolera, deprime permanentemente las posibilidades de crecimiento económico. Se vuelve así imposible "crecer para pagar". No se puede crecer y por lo tanto no es posible pagar.

De hecho, el impacto de la carga del servicio de la deuda sobre las finanzas públicas implica que no puede pensarse en la reactivación del gasto público, sobre todo el de inversión. En ausencia de tal impulso y dados los niveles deprimidos de demanda agregada, es difícil reactivar la inversión privada. En tales condiciones, no se vislumbra la recuperación de la economía.

Ya desde los años veinte, Keynes, al discutir el pago de las indemnizaciones de guerra por parte de Alemania a los países aliados, correctamente subrayó la necesidad de considerar los aspectos reales del problema, es decir, las transferencias de mercancías que son la otra cara de las transferencias financieras, y que implicaban la generación de un enorme superávit comercial por parte de Alemania. Ello, indicó, era imposible, a menos que los países aliados aceptaran el déficit comercial que sería la contraparte del superávit alemán. El empobrecimiento del pueblo alemán que implicó el esfuerzo de pago, sin embargo, eventualmente llevaría al triunfo del nazismo.

A pesar de lo anterior, las diversas fórmulas de solución que se han manejado en México son de carácter básicamente financiero. Sin embargo, por su magnitud, el problema no tiene ya solución en este ámbito. *Cuando menos se requiere considerar conjuntamente dos aspectos adicionales.* Primero, el comercial. Sin un incremento drástico en las exportaciones de productos no petroleros, es difícil pagar el servicio de la deuda y a la vez alcanzar tasas aceptables de crecimiento. Segundo, existe un desequilibrio económico global. Se caracteriza por el requerimiento, para Estados Unidos y Europa, de superávit con los países deudores, contrariamente a lo que indicaría el logro de un proceso de ajuste ordenado, para pagar sus déficits comerciales con Japón y los países asiáticos de reciente industrialización. En tal contexto, el servicio de la deuda es impagable en el largo plazo.

La necesidad imprescindible de incorporar el comercio exterior al análisis del problema de la deuda externa sugiere la posibilidad de una solución que, si bien sale de los marcos financieros tradicionales, es sin embargo acorde con las características que el problema ha adquirido. La deuda exterior de México en efecto se ha transformado en capital de riesgo para los acreedores internacionales del país. Existiendo el riesgo de que el país se vea obligado a declarar un moratoria involuntaria, existe entonces un interés común con los acreedores en el futuro del país. Segundo, el superávit de la balanza comercial necesario para cubrir el servicio de la deuda externa y al mismo tiempo incrementar el PIB a un ritmo compatible con la preservación de las instituciones nacionales sólo se podría generar a partir de una inyección masiva de capital, orientada hacia los sectores con mayor potencial de generación de exportaciones. Sin embargo, aun el "Plan Baker", que ya reconoce explícitamente la necesidad de incrementar la capacidad de exportación de los países deudores, plantea cifras totalmente inadecuadas. Dada esta

circunstancia, se propone vincular la solución al problema de la deuda con el logro de un incremento significativo de las exportaciones, y por lo tanto de la capacidad de pago.

## 2. Características de la propuesta

Se propone pagar en divisas solamente 20-30 por ciento de los intereses sobre la deuda pública externa, con una tasa tope de 4% sobre el principal de la deuda. Para el pago de la cantidad restante, reinvertir en México la totalidad de dicha suma, bajo las siguientes condiciones. a) Crear empresas *privadas*, con capital 51% nacional donde así lo señale la legislación mexicana. En otros casos, según los criterios establecidos por la Comisión Nacional de Inversiones Extranjeras, las empresas en cuestión pueden tener hasta 100% de capital extranjero. b) Las empresas así formadas deberán exportar el 60% o más de su producción, de manera que se genere una contribución neta positiva a la balanza de pagos. Las empresas serían creadas por los acreedores o por las entidades privadas a quienes ellos asignaran sus derechos, y que probablemente serían empresas de sus países.

Se generaría un fondo por parte del gobierno federal con los intereses pagados en pesos. A cargo del mismo se pagarían los recursos a las empresas en proceso de crearse, de acuerdo a sus calendarios de construcción e inicio de operaciones. *No se requiere crear un nuevo organismo burocrático*, pues lo fundamental es la vigilancia de la aplicación efectiva de los recursos. Tal vez sería necesario fortalecer el área de promoción y asesoría para inversiones extranjeras, tanto para apoyarlas como para obtener el capital nacional que, de acuerdo a la legislación vigente, sería necesario a fin de que las nuevas empresas cumplieran con la legislación en la materia.

Los bancos acreedores recibirían entonces del gobierno mexicano un activo denominado en pesos, pero comerciable en divisas a las empresas de sus países, que son quienes crearían las nuevas empresas en México. Como las empresas así creadas serán generadoras netas de divisas, los accionistas extranjeros pueden a la postre transferir sus dividendos al exterior. Sin embargo, ello no representaría ya una carga para el país, puesto que la exportación de las nuevas empresas generaría las divisas necesarias. Los acreedores tendrían un gran interés en crear el mayor número de empresas, pues en esa forma utilizarían plenamente los recursos a su disposición. El gobierno mexicano ofrecería el máximo apoyo para la creación de las empresas en cuestión y para encontrar la contraparte de capital nacional. Igualmente, otorgaría divisas al tipo de cambio controlado para las importaciones necesarias de maquinaria y equipo.

Se incluiría en este esquema de renegociación tanto la deuda pública como la incorporada a FICORCA. La vigencia de esta propuesta sería de 10 años. Durante este periodo se solicitaría la renovación automática de los ér-

ditos bancarios vigentes. Al final del plazo, México reanudaría el pago del servicio de su deuda en condiciones normales.

En la supervisión del manejo de los recursos en pesos así generados, mientras se realizan las inversiones de referencia, estarían representados tanto el sector privado como los bancos internacionales acreedores. El organismo promocional mencionado facilitaría dicha participación. Se negociaría con los acreedores acerca del posible pago de intereses por los recursos en el fondo generado, así como los posibles calendarios para el desembolso de los recursos, de acuerdo al ritmo factible de inversión.

#### *Medidas complementarias*

Es indispensable continuar la reducción y racionalización del gasto público a fin de liberar capacidad productiva para realizar de manera no inflacionaria las inversiones en nuevas plantas productivas que se llevarían a cabo bajo el esquema. El sector público tendría que prescindir del crédito externo. Sin embargo, dada la reactivación económica que generarían las nuevas inversiones, sería factible efectuar la reducción necesaria sin consecuencias sociales negativas.

#### *Negociación con acreedores*

Desde el punto de vista de los países acreedores, este esquema puede considerarse como una extensión del Plan Baker, en tanto permite asegurar volúmenes sustancialmente mayores de inversión extranjera directa. Sin embargo, al mismo tiempo garantiza la viabilidad de largo plazo de la economía nacional. Por otra parte, la propuesta se encuentra plenamente dentro del espíritu de responsabilidad compartida entre deudores, banca internacional y gobiernos de los países acreedores que ha enfatizado México a nivel internacional. El país deberá continuar realizando esfuerzos significativos de reordenación económica interna y búsqueda de mayor eficiencia organizacional como base para la competitividad internacional de las nuevas inversiones. Los bancos acreedores, por su parte, contribuirían a incrementar el volumen de inversiones y por lo tanto la capacidad de pago del país. Por último, los gobiernos de los países acreedores deberán contribuir a una reducción significativa de las barreras a las exportaciones de México, a fin de que sea posible generar el flujo de exportaciones que permitiría efectuar la transferencia real de recursos necesaria para el pago del servicio sobre la deuda externa.

### 3. Ventajas

La propuesta tiene una serie de ventajas que van más allá de la solución al problema financiero. Por una parte, al cambiar de manera drástica las perspectivas económicas, contribuiría a resolver el problema de la escasez de oportunidades de inversión en México. Bajo este esquema, se crearían nuevos instrumentos de inversión de primera calidad, es decir, las acciones de las nuevas empresas exportadoras, las cuales podrían colocarse a través de la bolsa de valores. Ello ampliaría la gama de opciones para el ahorro interno. El cambio en las expectativas de crecimiento de la economía contribuiría al regreso de capitales nacionales desde el exterior.

El esquema vincula el pago de la deuda con la generación de exportaciones, que es la única forma de efectuar las transferencias reales entre un deudor y sus acreedores, y con el problema fundamental de la economía mexicana, la creación de oportunidades atractivas de inversión que permitan aprovechar productivamente el ahorro nacional, para crecer y para exportar. En la actualidad, buena parte de dicho ahorro sale del país, en busca de mejores opciones que las percibidas internamente por los ahorradores. Es importante no tratar de imponer más requisitos que los señalados a las empresas que se crearían bajo este esquema, pues con frecuencia se pretende alcanzar demasiados objetivos. El resultado es que no se logra ninguno en forma satisfactoria. Empleo, crecimiento regional, transferencia de tecnología, eficiencia operativa, etc., se lograrán por medio del desarrollo de empresas exportadoras. Por necesidad, éstas serán eficientes y se localizarán en regiones adecuadas para la exportación.

Para los acreedores, el esquema es una garantía de pago, pues los intereses que dejarían de recibir irían directamente a la creación de *nuevas* empresas de su propiedad o representarían activos financieros con valor comercial. Lo que en la actualidad es una carga improductiva para el país se convertiría en una garantía de crecimiento de la capacidad de pago. Al mismo tiempo, al recibir una parte de los intereses en divisas, los bancos pueden solventar sus requerimientos financieros. Sin duda, al ingresar México al GATT requerirá de nuevas inversiones para poder competir. Los acreedores se convertirían así en socios. México no se negaría a pagar, ni actuaría como Estados Unidos, que simplemente emite más de su propia moneda para cubrir el servicio de su deuda pública.

Una propuesta de este tipo, negociada sin enfremamientos, permitiría gradualmente a los países acreedores sustituir importaciones de los NIC asiáticos con las provenientes de países como México, con cuyo futuro está indisolublemente ligado el de sus instituciones financieras. A mediano plazo, ello mejoraría sus balanzas de pagos.

#### 4. Problemas

Indudablemente, el esquema plantea diversos problemas. Entre los principales pueden citarse los siguientes. Primero, la resistencia de los acreedores y la necesidad de negociar el apoyo de los gobiernos de los países acreedores. Debe enfatizarse que México en ningún momento se niega a pagar y que su ingreso al GATT muestra el deseo de incrementar su comercio con los países desarrollados. Ésta es una forma de hacerlo. Segundo, sólo la deuda pública y la privada incorporada en FICORCA entrarían en este esquema, pues existen dificultades prácticas con la deuda privada restante.

La estrategia de negociación internacional de una propuesta como la que se discute debe estar basada en lograr el convencimiento de los gobiernos de los países acreedores, así como de la banca internacional, de que la única alternativa a una transición *ordenada* hacia un equilibrio sostenible en el largo plazo y mutuamente benéfico, es la situación cada vez más probable de una moratoria involuntaria por parte de México, con consecuencias negativas tanto para deudores como para acreedores. Por contraste, la reactivación de la economía a partir del uso de parte importante de los recursos actualmente pagados al exterior como intereses, representa una alternativa que beneficia tanto al país como a sus acreedores. Las opciones de una mayor restricción interna o mayor endeudamiento externo no son viables en el mediano plazo. Aun la mejor solución financiera es insuficiente si no se contemplan al mismo tiempo formas de incrementar la capacidad de pago y reactivar la economía.

La utilización de los recursos a invertirse en México deberá limitarse a la creación de nuevas empresas, de manera que se evite hasta donde sea posible la evasión del esquema a través de transferencias intraempresas por parte de transnacionales con sucursales en México. Al mismo tiempo se requiere de una reforma fiscal a fondo para incrementar los ingresos gubernamentales y compensar la necesidad de prescindir del crédito externo. Bajo este esquema, se amplía la disponibilidad neta de divisas. Sin embargo, el gobierno deberá financiar su déficit solamente mediante el crédito interno. Ello implica la necesidad de reducir drásticamente el gasto público para evitar así la inflación que pudiera resultar del incremento de la inversión privada a partir de este esquema.

El esquema sería altamente inflacionario si no se logra tal reducción en el gasto público. Sin embargo, la perspectiva de reactivación económica que se abre hace factible tal reducción. Ello hasta ahora no se ha considerado posible, por el efecto social negativo que tendría la disminución drástica del empleo por sí sola.

No ha sido factible considerar en detalle los efectos macroeconómicos de esta propuesta. Sin embargo, pueden señalarse a grandes rasgos algunas de las implicaciones. Además de la reducción del gasto público que sería indispensable para reducir el shock sobre la demanda interna, debe consi-

derarse la necesidad de agilizar el proceso de aprobación de las inversiones a realizarse, a fin de lograr un efecto positivo sobre la balanza de pagos en un plazo relativamente corto. Dado que el gobierno otorgaría divisas al tipo de cambio controlado para la realización de las nuevas inversiones, en la medida en la cual se mantenga un tipo de cambio realista y crezca la oferta interna de bienes de inversión, la efectividad de las divisas ahorradas bajo el esquema sería mayor. Igualmente, debe esperarse cierto periodo de maduración de las inversiones a realizarse. Sin embargo, el efecto psicológico y el cambio de expectativas se podrían lograr de inmediato.

### 5. Cuantificación

Durante los próximos quince años, la economía mexicana debería crecer a una tasa superior a 6% anual, como mínimo, para atender las necesidades sociales y económicas de la población. Si se considera que de aquí al año 2000 la población económicamente activa (PEA) crecerá a una tasa superior a 3% anual y que la tasa de crecimiento histórico del producto medio por persona ocupada ha sido superior a 2.5% anual, el ritmo de incremento señalado representa apenas el mínimo esencial para satisfacer los requerimientos de la estabilidad política y económica en el largo plazo.

Para cuantificar los posibles efectos de la propuesta se parte de las cifras de la renegociación de la deuda externa de mediados de 1985. La deuda externa de México al 30 de junio de 1985 importaba la cifra de 97 352 millones de dólares. La composición de dicha deuda al 31 de marzo de dicho año estaba dada según se muestra en el cuadro 1. Del total de la deuda, 74.8% corresponde al sector público, 6.1% a la banca y 19.1% al sector privado.

Bajo la propuesta, México sólo pagaría en su totalidad los intereses y vencimientos de capital sobre los siguientes componentes de la deuda externa. a) Bonos públicos y privados. b) Fondo Monetario Internacional, BIRF y otros organismos internacionales. c) Proveedores y acreedores no bancarios.

El propósito fundamental de excluir estos componentes del esquema propuesto es minimizar las posibles repercusiones jurídicas así como también concentrar los esfuerzos en el grueso de la deuda, pues los bancos son con mucho los más importantes acreedores. El cuadro 2 muestra la distribución de la deuda externa entre "incorporable al esquema" y "no incorporable", de acuerdo a este criterio. En esencia, se incorporaría deuda del sector público y de la banca. En el caso del sector privado solamente se incorporaría la deuda que ya ha sido garantizada por FICORCA, pues las condiciones y los acreedores del resto de la deuda privada no se conocen.

El cuadro 3 muestra el perfil de amortizaciones de la deuda después de la renegociación de 1985. Se aprecia ahí que las cifras se incrementan rápidamente a partir de 1987. El perfil de amortizaciones más que nada es un

CUADRO 1

**Deuda externa mexicana  
(Marzo de 1985)**

<i>Tipo</i>	<i>Miles de millones de dólares</i>	<i>Porcentajes</i>
Total	96 285	100.0
I. Sector público	72 333	74.8
Reestructurada	23 150	23.9
No reestructurada	46 750	48.3
A bancos privados	33 694	34.8
Organismos bilaterales	3 857	4.0
Bonos	3 679	3.8
Públicos	3 079	3.2
Privados	600	0.6
Proveedores	139	0.1
FMI	2 433	2.5
II. Sector bancario	5 863	6.1
A bancos	4 732	4.9
A otros acreedores	1 131	1.2
III. Sector privado	18 500	19.1
A bancos	15 415	15.7
FICORCA	11 565	12.0
Otros deudores	3 850	4.0
Otros acreedores	3 085	3.2
FICORCA	355	0.4

Fuente: Secretaría de Hacienda y Crédito Público, "Mexico, Economic and Financial Statistics", Data Book, 30 de noviembre de 1985.

CUADRO 2

**Deuda externa de México por deudores  
(Marzo de 1985)**

	<i>Total</i>	<i>Incorporable al esquema</i>	<i>No incorporable</i>
Total	96 695	82 369	14 326
I. Sector público	72 333	66 072	6 260
II. Sector bancario	5 863	4 732	1 131
III. Sector privado	18 500	11 565	6 935

calendario de necesidades de renovación de créditos. Indica el grado de dependencia de un país respecto de los mercados financieros internacionales en los próximos años. De acuerdo al mismo, México deberá seguir siendo un buen sujeto de crédito para mantener su acceso a los mercados financie-



CUADRO 3

**Deuda externa de México calendario de amortizaciones\***

	<i>Total</i>	<i>Bancos comerciales</i>	<i>Otros acreedores</i>	<i>FMI</i>
Total	96 650	77 111	17 106	2 433
1985	5 764	2 996	2 768	—
1986	4 554	2 056	2 373	125
1987	7 057	4 962	1 815	280
1988	6 122	3 622	2 043	457
1989	7 895	5 686	1 452	757
1990	7 693	5 518	1 441	734
1991	8 225	6 574	1 308	343
1992	6 215	5 308	907	—
1993	6 897	6 207	690	—
1994	5 919	5 387	532	—
1995	6 263	5 886	377	—
1996	6 036	5 782	254	—
1997	6 310	6 051	259	—
1998	6 297	6 077	220	—
Otros años	5 666	4 999	667	—

\* Cifras calculadas al 31 de diciembre de 1984, después de la reestructuración efectuada en 1985. SHCP, "Mexico. Economic and Financial Statistics", Data Book, 30 de noviembre de 1985, p. 20.

ros durante las próximas décadas. Ello, sin embargo, no significa que se podrá contar con recursos adicionales o recuperar una trayectoria de crecimiento, sino simplemente que se mantendrá un "rating" crediticio.

Bajo la alternativa propuesta, y tomando como ejemplo el caso de México, se amortizaría de acuerdo al calendario vigente la deuda "no incorporable al esquema", es decir, alrededor de 15% del total. Se solicitaría a los acreedores la renovación automática del resto de la deuda en el momento de su vencimiento, según el calendario de amortizaciones, en las mismas condiciones en que se encuentra pactada actualmente. El pago de 25% de los intereses en divisas, y del restante 75% en recursos invertibles en México, garantiza la viabilidad económica de largo plazo del país, lo cual en un sentido real eleva la calidad de los préstamos altamente riesgosos, dada la posibilidad de insolvencia que enfrenta México. La opción propuesta cuantifica y limita ese riesgo, al eliminar una fuente de incertidumbre.

Ya en la actualidad, la condición para que dichos créditos permanezcan como activos productivos en los balances bancarios es que los bancos concedan su renovación. De lo contrario, México caería en la insolvencia, lo cual disminuiría el valor en libros de dichos activos. A cambio de la mayor seguridad de largo plazo, los bancos aceptarían jugar un papel activo en la transformación de los intereses provenientes de dichos créditos en capital

de riesgo invertido en México, al promover la creación de empresas con capacidad para exportar y generar divisas para la recuperación de sus créditos.

CUADRO 4

**Evolución y servicio de la deuda externa, 1986-1990**

	1986	1987	1988	1989	1990
1. Deuda total	100 650	104 666	108 667	112 067	115 667
2. Amortizaciones programadas	4 554	7 057	6 122	7 895	7 693
3. Intereses (10%)	9 665	10 065	10 467	10 867	11 207
4. Servicio de la deuda (2 + 3)	14 219	17 122	16 589	18 762	18 900
Alternativa					
1. Deuda total	96 650	95 649	94 286	91 976	89 866
2. Amortizaciones efectivas	1 001	1 363	2 310	2 110	2 125
3. Intereses totales	9 665	9 565	9 429	9 198	8 987
4. Intereses en divisas	3 492	3 392	3 256	3 025	2 814
5. Intereses en pesos	6 173	6 173	6 173	6 173	6 173
Diferencia en flujo de intereses en divisas					
	6 173	6 673	7 211	7 842	8 393
Diferencia en el saldo de la deuda					
	4 000	9 017	14 381	20 091	25 801

Fuente: La primera parte del cuadro se basa en SHCP, "Notas sobre la reestructuración de la deuda externa de México", febrero de 1985. Las cifras se ajustaron a las del cuadro 3 para propósitos comparativos solamente.

El cuadro 4 presenta el efecto de esta propuesta sobre el saldo de divisas en la cuenta de amortizaciones e intereses de la balanza de pagos. Todas las cifras están expresadas en millones de dólares. Puede apreciarse de inmediato el ahorro de divisas. Éste sería, en forma inmediata, de 6 173 millones de dólares anuales, que son los intereses que se pagarían en pesos en 1986, de acuerdo a cifras a partir de la renegociación de la deuda efectuada en 1985. El único destino de tales recursos sería la creación de nuevas empresas con alto potencial de exportación, y por consiguiente con capacidad de pagar dividendos en dólares. El ahorro neto de divisas sería algo menor, pues en todo caso deberán cubrirse los requerimientos de importaciones que implicaría la creación de las nuevas empresas. Igualmente, deben restarse los ingresos por concepto de nuevas inversiones extranjeras, pues el flujo de dichos recursos cesaría, al obtener los inversionistas extranjeros los pesos necesarios directamente de los fondos acreditables a los bancos extranjeros. Tales fondos se utilizarían solamente para inversiones en México.

*Temporalidad de la propuesta*

Aun cuando se carece de cifras precisas para estimar el efecto de la propuesta más allá de 1990, puede señalarse que a dicho año el saldo de la deuda sería casi 26 000 millones de dólares inferior a la proyección oficial de finales de 1985, es decir, 22.3% menor. Además, se habrían invertido anualmente en el país cifras que representan alrededor del 3.5% del PIB.

Como se ha indicado, al final de un periodo de diez años, México reanudaría el servicio de su deuda en condiciones normales. En 1996 y bajo este esquema, la deuda externa habría disminuido de alrededor de 96 650 a 84 000 millones de dólares. Bajo el supuesto de que la reordenación financiera y económica que implica la propuesta, así como el cambio en las expectativas sobre el futuro de la economía nacional, permitiría crecer a una tasa mínima de 6% anual, la carga real de la deuda se reduciría a 50% de su nivel actual en 1996. Naturalmente, *el país deberá convertirse en un productor eficiente y adecuar sus políticas para la exportación*. Ello ciertamente es difícil y afecta diversos intereses. Sin embargo, no se han planteado otras alternativas que auguren una razonable posibilidad de satisfacer las necesidades de empleo y de divisas que la economía mexicana deberá enfrentar en los próximos años.

**6. Evaluación desde el punto de vista de los acreedores**

Una propuesta de este tipo enfrenta diversos problemas para su negociación. Tal vez el principal es la renuencia de los acreedores a comprometerse con un esquema cuyos beneficios no son inmediatamente evidentes para ellos y que en principio representa una concesión fundamental para los deudores. Para evaluar la propuesta desde la óptica de los acreedores, se parte de reconocer que el valor contractual de la deuda mexicana como activo de los bancos internacionales, dadas las circunstancias de deterioro de la economía mexicana, difiere significativamente de su valor de mercado o de su valor esperado en términos matemáticos.

Si se tratara de créditos privados, las autoridades bancarias en los países acreedores sin duda habrían obligado a los bancos a reducir significativamente el valor en libros de dichos activos, a través de la creación de reservas para pérdidas por créditos incobrables. De hecho, es lo que ha venido sucediendo en el Medio Oeste de Estados Unidos con los créditos al campo. Al obligar a los bancos a reducir el valor de las garantías que respaldan dichos créditos, se les obliga a reducirlos, aun si ello significa la liquidación de los activos y, en consecuencia, una pérdida para el banco. Se obliga así a éste a reconocer contablemente la pérdida que ya ha tenido lugar en la realidad.

A partir de un modelo simplificado, se compara la situación actual, cuya evaluación puede ser diferente para diferentes deudores y acreedores, con

dos alternativas de cuantificación de la propuesta. El modelo incorpora la evaluación que cada institución acreedora, o el mercado, hace del riesgo que caracteriza a su cartera de préstamos a México, para derivar tasas de rendimiento internas que igualan el valor presente de un perfil de pagos de la deuda externa a diversas alternativas de su valor de mercado actual. Las tasas en cuestión se utilizan luego para derivar las tasas de descuento que igualan el valor presente de la alternativa propuesta a la evaluación que cada acreedor, o el mercado, hace de la situación actual. El riesgo que cada acreedor atribuye a la alternativa propuesta puede variar. El modelo permite el análisis de diferentes circunstancias, tal como lo podría hacer un acreedor para decidir si la propuesta le es conveniente.

CUADRO 5

**Deuda externa del sector público. Principales países acreedores  
(Participación en los saldos)**

	<i>Dic. 1982</i>	<i>Dic. 1983</i>	<i>Dic. 1984</i>
Monto (millones de dólares)	59 730	66 559	69 378
Total	<u>100.0</u>	<u>100.0</u>	<u>100.0</u>
Estados Unidos	32.1	35.2	36.0
Reino Unido	11.9	11.4	10.2
Japón	13.8	13.9	14.3
Organismos internacionales	8.1	7.0	7.0
Alemania	6.0	5.5	4.9
Canadá	5.4	6.1	5.3
Suiza	3.7	2.9	2.7
Francia	7.3	7.2	6.4
Otros	11.7	10.8	13.2

El análisis permite afirmar que la propuesta puede ser sumamente atractiva para los acreedores, así como también lo es para México. Los resultados son sensibles tanto a la tasa de interés aplicable a la deuda externa como a la utilización de los recursos en pesos obtenidos por los acreedores. Se considera que un banco acreedor tendrá, en proporciones variables a través del tiempo, recursos líquidos en pesos por los que se puede negociar una tasa real de interés positiva pero pequeña, divisas que puede ir obteniendo al colocar pesos entre empresas extranjeras que deseen invertir en México, y tal vez acciones de algunas de las nuevas empresas creadas.

A continuación se plantea la metodología de evaluación. El valor presente de la cartera de préstamos a México en una institución bancaria, actualizado a la tasa de interés que dichos activos producen, sería igual al valor nominal de dicha cartera en condiciones de ausencia de riesgo. Expresado en forma sintética, dicho valor es el siguiente:

$$V_1 = \sum_{t=1}^n \frac{(i D_t + A_t)}{(1 + i)^t} \quad (1)$$

En esta expresión,  $V_1$  es el valor presente de la corriente de pagos,  $i$  es la tasa de interés promedio sobre el saldo de la deuda,  $D_t$ , en el periodo  $t$ , y  $A_t$  es el monto de las amortizaciones pagadas en cada periodo.

En el caso de los créditos a los países deudores, existe ya un mercado secundario para su deuda. En dicho mercado, esta deuda se vende con grados variables de descuento, pues no se trata de un mercado amplio o bien establecido. En él participan fundamentalmente instituciones financieras, y de tal manera refleja la evaluación que diversos bancos hacen del riesgo de los créditos a cada deudor. A partir de diferentes "factores de castigo" para el valor de mercado de los activos bancarios en cuestión, se deriva implícitamente una tasa alternativa para actualizar a valor presente la corriente de pagos futuros, tanto de interés como de capital, representada por los créditos a México. La expresión (1) se modificaría entonces de la manera siguiente:

$$V_2 = \sum_{t=1}^n \frac{(i D_t + A_t)}{(1 + c)^t} \quad (2)$$

En esta expresión,  $c$  es la tasa de descuento aplicable para dicha actualización. La expresión  $(c - i)$ , que es siempre positiva, refleja la prima de riesgo implícita en el "factor de castigo",  $L$ . Es decir, para cada valor de  $L$  existe una tasa de descuento  $c$ , a la cual el valor presente de la corriente de pagos de referencia,  $V_2$ , es igual a  $(1 - L)V_1$ . Como puede apreciarse en el cuadro 6 y en la gráfica 1, el valor de  $c$  es sensible tanto a la tasa de interés,  $i$ , como a  $L$ . Esta sensibilidad es mayor a valores más elevados de  $L$ .

La interpretación de  $(c - i) > 0$  como un castigo por riesgo significa que es también el valor esperado de la prima que el adquirente de la deuda de un "país-riesgo" estima obtener por encima del rendimiento nominal de la deuda en cuestión, al adquirir dicha deuda. Naturalmente, las percepciones del riesgo pueden variar significativamente para diversos acreedores y ello es lo que hace atractivo este tipo de transacciones para el vendedor y el comprador de los activos financieros en cuestión.

El problema que enfrenta el tenedor de la deuda para evaluar la conveniencia de la alternativa planteada, es el de cuantificar el valor presente de una corriente futura de ingresos compuesta de tres elementos. El primero de éstos está representado por los pagos de intereses que seguirían efectuándose en divisas al igual que en la actualidad. En este caso, se plantea 25% de dichos intereses. El segundo elemento es el componente de los intereses que se pagarían en pesos durante el periodo de referencia, es decir, durante diez años. El tercero es el valor presente del principal de la deuda. Ésta permanecería constante en términos nominales durante este periodo de diez años. Cada uno de estos tres componentes del valor presente de la alterna-

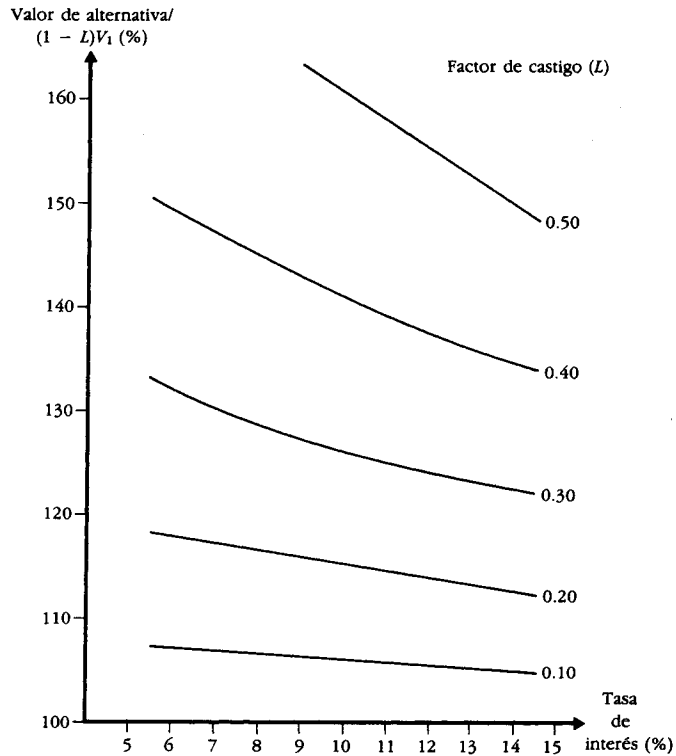
CUADRO 6

**Tasas de descuento implícitas<sup>2</sup> en el castigo del valor nominal de la deuda y tasas de descuento equivalentes<sup>3</sup> para pagos en pesos**

Factor de castigo	0.10		0.20		0.30		0.40		0.50	
	Tasa de descuento dólares	pesos	Tasa de descuento dólares	pesos	Tasa de descuento dólares	pesos	Tasa de descuento dólares	pesos	Tasa de descuento dólares	pesos
0.08	0.0975	0.0907	0.1183	0.1060	0.1435	0.1240	0.1756	0.1470	0.2180	0.1780
0.10	0.1193	0.1120	0.1421	0.1300	0.1705	0.1510	0.2065	0.1780	0.2545	0.2140
0.12	0.1410	0.1340	0.1663	0.1530	0.1973	0.1780	0.2375	0.2100	0.2917	0.2530
0.15	0.1737	0.1670	0.2026	0.1910	0.2385	0.2280	0.2600	0.5930	0.3478	0.3160

<sup>1</sup> La tasa de interés en dólares es simplemente la tasa promedio de interés sobre la deuda mexicana en un momento dado.  
<sup>2</sup> La "tasa de descuento implícita", en dólares, es la tasa que iguala el valor presente de los pagos derivados de la tenencia de un activo denominado en dólares a  $(1-L)V$ , donde  $V$  es el valor nominal del activo y  $L$  es el factor de castigo. Ésta es la tasa  $c$ .  
<sup>3</sup> La "tasa de descuento equivalente", en pesos, es la tasa de rendimiento que ofrece la propuesta alternativa, medida en pesos constantes, tomando como punto de inicio un cierto factor  $L$  de castigo sobre el valor nominal de la deuda. Es decir, entre mayor sea el castigo, y menor el valor esperado de la deuda mexicana, mayor es la tasa de rendimiento de la alternativa para el tenedor de la deuda.

**Gráfica 1**  
*Comparación entre el valor de la alternativa y  $(1 - L)V_1$*



tiva propuesta puede tener, desde el punto de vista del acreedor, una tasa de descuento distinta, derivada tanto de diferencias en el grado de riesgo asociado a cada elemento, como de las actitudes de cada acreedor a cada tipo de activos. Tales actitudes a su vez dependen de la experiencia de cada acreedor, de la información a su disposición y de factores tales como su evaluación subjetiva acerca del grado en el cual la alternativa propuesta mejora las perspectivas de pago del país a mediano o a largo plazo.

En términos matemáticos, el valor presente de la propuesta alternativa,  $V_3$ , está representado por la siguiente expresión, que incorpora los tres elementos señalados:

$$V_3 = \left\{ \sum_{t=1}^n \frac{(ai D^*)}{(1 + j_1)^t} + \frac{(1 - a)iD^*}{(1 + j_2)^t} \right\} + \frac{D^*}{(1 + j_3)^n} \quad (3)$$

En esta expresión,  $a$  representa la proporción de los intereses que continuaría pagándose en divisas, y que en este caso se propone como 0.25;  $(1 - a)$  representa la proporción de los pagos por intereses que se pagarían en moneda nacional, es decir, 0.75 en este caso.  $D^*$  representa el monto de la deuda incorporada a este esquema de renegociación, y cuyo valor nominal permanecería constante durante diez años. Dada la denominación de la proporción  $a$  de los intereses, así como de la eventual amortización del principal de la deuda,  $D^*$ , en divisas, puede suponerse que  $j_1$  es igual a  $j_3$ . Ello, sin embargo, no es un supuesto indispensable.

Para los pagos anuales hechos en pesos a los acreedores en cada periodo  $t$ ,  $(1 - a)iD^*$ , existen varias alternativas de valuación. La más sencilla es valuar la corriente de pesos a una tasa de descuento que refleje el riesgo percibido por el acreedor. La segunda opción toma en cuenta el hecho de que una parte de los pagos en pesos que recibirían los bancos puede ser desde un principio transferida a divisas, en la medida en que los bancos puedan colocar dichos recursos entre empresas que deseen invertir en México. Pueden hacerse diversos supuestos acerca de la proporción de sus saldos en pesos que los bancos colocarían en diversos periodos.

Igualmente, en la medida en que los bancos participen en el capital accionario de las nuevas empresas, acumularán activos denominados en pesos, pero con capacidad de generación de dividendos convertibles a divisas, que las empresas generarían a través de la exportación. Para valuar tales activos, puede ser apropiada una tasa de descuento diferente, que podría ser función de la relación entre precio de las acciones de una empresa y utilidades generadas por la misma, o bien puede estar vinculada a las tasas de rendimiento que un inversionista extranjero exigiría de una inversión en el país deudor.

El análisis de la propuesta alternativa, considerando la utilización de los pesos por parte del acreedor, permite un mayor acercamiento a la evaluación de la propuesta. Dado que el acreedor tendría en cualquier momento una mezcla de pesos por invertir, de activos en empresas mexicanas filiales de empresas extranjeras, y de dólares obtenidos al vender pesos, es posible preguntarle cuáles serían las tasas de rendimiento que esperaría obtener sobre cada uno de esos activos. Éstas se compararían con las que arroja el modelo planteado. La conclusión que se obtiene es que *los rendimientos para los acreedores son consistentemente más elevados que los que pueden esperar obtener dadas las condiciones actuales de deterioro de la economía mexicana*. Los rendimientos son en apariencia inferiores a las tasas de descuento implícitas,  $c$ , en la expresión  $V_2$ . Éstas, sin embargo, son tasas con un elevado grado de riesgo, es decir son las tasas a las cuales la deuda se comercia en el momento actual. En cambio, las tasas de descuento de la alternativa de pago en pesos son tasas con un grado considerablemente menor de riesgo. La comparación que se presenta en el cuadro 6 muestra las diferencias entre las dos tasas, bajo diferentes condiciones.



CUADRO 7

**Valor presente de la alternativa propuesta**

<i>Tasa de interés</i> (dólares)	<i>Factor de castigo L</i>				
	0.10	0.20	0.30	0.40	0.50
0.08	96.0	93.7	91.1	88.2	84.9
0.10	95.6	92.5	89.3	85.7	81.8
0.12	95.2	91.7	87.8	83.6	78.9
0.15	94.6	90.1	85.7	80.7	74.9

CUADRO 8

**Relación entre el valor de la alternativa y el valor presente de la deuda con factor de castigo  $L^1$** 

<i>Tasa de interés</i> (dólares)	<i>Factor de castigo L</i>				
	0.10	0.20	0.30	0.40	0.50
0.08	106.7	117.1	130.1	147.0	170.0
0.10	106.2	115.6	127.6	142.8	163.6
0.12	105.8	114.6	125.4	139.3	157.8
0.15	105.1	112.6	122.4	134.5	149.8

<sup>1</sup> Relación porcentual entre los valores del cuadro 7 y  $(1 - L)$ , es decir, el valor de mercado actual de la deuda mexicana.

Como ejemplo, considérese un caso en el que la tasa de interés que paga la deuda mexicana es de 10%, y el factor de castigo  $L$  es de 30%. Un comprador de la deuda mexicana obtendría, de llegar a pagarse ésta en su totalidad y en dólares, de acuerdo a los términos contractuales, una tasa de rendimiento de 17.05%. El factor de riesgo, naturalmente, es muy alto, y se refleja en una prima por riesgo de 7 puntos. Al actualizar el valor de los ingresos que recibiría bajo la propuesta, valuando el flujo de dólares y de pesos a la misma tasa, entonces la tasa interna de rendimiento, considerando el destino de los recursos obtenidos como pago, y que serían en parte invertidos en acciones de las nuevas empresas mexicanas que se crearían, es de 15.1%.

En este caso, se considera que una parte de los pesos recibidos podrá desde un principio convertirse a dólares, al venderse a inversionistas extranjeros. Se supone que el primer año el banco vende 20% de los pesos recibidos entre inversionistas y obtiene dólares por ellos. Esta proporción se incrementa en 10 puntos porcentuales cada año. Alternativamente, se puede cuantificar el valor presente de la propuesta en relación al valor  $(1 - L)V_1$ , donde  $L$  es el factor de castigo. La relación en este caso es de 127.6%, tal

CUADRO 9

**Deuda externa: simulación de alternativas de pago**

Val Pre 1	57 637	0.700	(F2,F3)	T Int MNS\$	0.151	% US\$	0.25 recuperac	Alt 2	0.58
Val Pre 2	73 589	0.893	(F2,F1)	T Int US\$	0.100	% pesos	0.75 % US\$	Alt 3	0.80
Val Pre 3	57 532	0.698	(F2,F4,F1)	T Desc US	0.171			Val Pres	26 268
				T Alt US\$	0.151			Val Pres	30 887
					57 637		Suma	**suma**	61 777
					46 643	82 369	57 637	45 087	16 690
							82 371	max*	16 690

Reestructurada Incorporable ..... Caso 1 ..... Caso 2 .....

Factor	Período	Principal	Pagos	Saldo	Intereses	Pago Tot.	Val Pres	Imis US\$	Amort US	Pago US	Pago MN	A Inverti	Inuest	Pesos/TC	Recuper	AcervoK	Inu neta
			62 729	82 369	1.31												
1	1986	1 565	82 369	8 237	8 374	9 802	8 374	2 059	0	2 059	6 178	6 178	3 089	3 089	1 236	1 853	1 853
2	1987	3 685	80 804	8 080	8 587	11 765	8 587	2 059	0	2 059	6 178	9 267	5 560	3 707	2 780	4 633	2 780
3	1988	2 443	77 119	7 712	6 332	10 155	6 332	2 059	0	2 059	6 178	9 884	6 919	2 965	7 599	2 965	2 965
4	1989	3 771	74 676	7 468	5 987	11 239	5 987	2 059	0	2 059	6 178	9 143	7 314	1 829	4 571	10 341	2 743
5	1990	4 409	70 905	7 091	5 234	11 500	5 234	2 059	0	2 059	6 178	8 006	7 206	801	4 804	12 743	2 402
6	1991	5 290	66 496	6 650	4 643	11 940	4 643	2 059	0	2 059	6 178	6 978	6 978	0	4 885	14 837	2 093
7	1992	5 496	61 206	6 121	3 859	11 617	3 859	2 059	0	2 059	6 178	6 178	6 178	0	4 942	16 072	1 236
8	1993	5 761	55 710	5 571	3 216	11 332	3 216	2 059	0	2 059	6 178	6 178	6 178	0	5 560	16 690	618
9	1994	5 10	49 949	4 995	2 644	10 905	2 644	2 059	0	2 059	6 178	6 178	6 178	0	6 178	16 690	0
10	1995	5 784	44 039	4 404	10 188	10 188	10 188	2 110	2 059	0	2 059	6 178	6 178	0	6 178	16 690	0
11	1996	5 958	38 255	3 826	9 784	9 784	7 31	2 059	4 118	6 178	0	6 178	6 178	0	6 178	16 690	0
12	1997	6 484	32 297	3 230	9 714	9 714	1 469	8 237	4 118	12 355	0	6 178	6 178	0	6 178	16 690	0
13	1998	6 178	25 813	2 581	8 754	8 754	1 131	7 825	4 118	11 944	0	6 178	6 178	0	6 178	16 690	0
14	1999	9 820	19 640	1 964	11 784	11 784	1 300	7 413	4 118	11 532	0	6 178	6 178	0	6 178	16 690	0
15	2000	9 820	9 820	982	10 802	10 802	1 018	7 001	65 897	72 898	0	6 178	6 178	0	6 178	16 690	0

Destino de las inversiones en pesos				Destino de las inversiones en pesos			
Val Pre 1	35 726	Val Pre 1	35 726	Val Pre 1	35 726	Val Pre 1	35 726
Año	No invertido Inv.dir.	Año	No invertido Inv.dir.	Año	No invertido Inv.dir.	Año	No invertido Inv.dir.
1	0.5	0.2	0.3	4	0.2	0.5	0.3
2	0.4	0.3	0.3	5	0.1	0.6	0.3
3	0.3	0.4	0.3	6	0	0.6	0.2
				9	0	0	0
				8	0	1	0
				7	0	0.9	0.1
				0	0	0	0
				0	0	1	0
				0	0	1	0

como se aprecia en el cuadro 8. Al considerar el valor presente de las cantidades que los acreedores eventualmente recibirían en divisas, puede apreciarse que en este caso sería 58% en forma directa, y 80% al incluir la venta de pesos que harían a inversionistas que crearían las empresas exportadoras en México.

Naturalmente, diferentes acreedores evaluarán de manera distinta los parámetros relevantes, por lo que se ha elaborado la información presentada en los cuadros 6, 7 y 8, así como en la gráfica 1. En el cuadro 6 se evalúa la propuesta para cinco diferentes valores de  $L$ , de 0.10 a 0.50. Se supone que el tipo de cambio real es constante. En la medida en que se deprecie, los resultados son más atractivos para el acreedor, pues recibiría más pesos, y por lo tanto podría adquirir más activos productivos denominados en esta moneda. Esta tasa es igual a  $j_1 = j_3$ , en la expresión (3).

Al evaluar la propuesta, el acreedor puede considerar las tasas de rendimiento a las que estaría dispuesto a aceptar la alternativa, así como su evaluación del factor  $L$ , en caso de que difiera de la del mercado. El modelo permite comparar sus requerimientos con las tasas que le produciría la alternativa.

Para los acreedores, esta propuesta disminuye en forma significativa el riesgo de insolvencia. Para México, representa la posibilidad de reanudar un proceso interrumpido de desarrollo, y de asegurar la estabilidad social. Sin duda, el camino será difícil y requiere ajustes en la conceptualización del problema de la deuda, por parte de los deudores y de los acreedores.

### **Bibliografía**

Pueden citarse cuando menos los siguientes trabajos que, aunque de manera muy esquemática, tratan ideas similares:

- Avramovic, Dragoslav, "Foreign Debt and the Financial System", *First International Congress on Economic Policies*, Río de Janeiro, agosto de 1984, offset.  
Bergsten, C.F., W.R. Cline, J. Williamson, *Bank Lending to Developing Countries: The Policy Alternatives*, Washington, Institute for International Economics, 1985.  
Sunkel, Osvaldo, *América Latina y la crisis económica internacional: ocho tesis y una propuesta*, Buenos Aires, Grupo Editor Latinoamericano, 1985.

