

- 6 However, most of those bonds had relatively short maturities and most of the collateral will revert to Mexico within the next 5 years.
- 7 The savings are worth over US\$ 1 billion, evaluated using a discount rate equal to LIBOR. The savings become nil when the rate used is equal to the rates of return estimated above, i.e. around 20%.
- 8 This type of perverse incentive effect is known as moral hazard. The emergence of a debt reduction program in one country has a similar incentive effect on other debtors, which may expect the same treatment in the future.
- 9 On the other hand, securitization may add some value by enhancing tradability. However, most banks would rather hold loans, since in general, bonds must be valued for capital requirement purposes at market prices.
- 10 Some capital-constrained banks may be reluctant to allow any VDR operations since they give "official legitimacy" to secondary market valuations, and may lead regulators to require a write-down in the value of their loans.

## References

- DIWAN, I. (1988). "An Analysis of debt Conversion Schemes", mimeo. The World Bank.
- DOOLEY, M. (1987). "Buy-backs and the Market Valuation of External Debt". IMF Working Paper. KANEN, P. (1983). "Third World Debt: Sharing the Burden a Bailout Plan for the Bank". *The New York Times*, March 6.
- KRUGMAN, P. (1988). "Market-based debt reduction schemes".
- MORALES, A. and J. SACHS. (1986). "Bolivian Hyperinflation and Stabilization". NBER Working Paper Series, No 2073.
- ROHATYN, F. (1983). "A Plan for Stretching out Global Debt". *Business Week*, February 28.
- SACHS, J. and H. HUIZINGA (1987). "U.S. Commercial Banks and the Developing Country Debt Crisis". Brookings Papers on Economic Activity 2.
- ROBINSON III, J. (1988). "LDC Debt and Trade", Testimony before the Subcommittee on International Finance and Monetary Policy. U.S. Senate, Washington, D.C., August.
- VATINICK, S. (1987). "The Secondary Market for Debt", mimeo, The World Bank.
- WILLIAMSON, J. (1988). "Voluntary Approaches to Debt Relief", mimeo.

## EL PROBLEMA DE LA DEUDA Y DESARROLLO ECONOMICO EN AMERICA LATINA\*

ROBERT DEVLIN\*\*  
 División de Desarrollo Económico  
 CEPAL/ECLAC

### Abstract:

*The outward transfer of resources from Latin American hinders growth and economic restructuring when aggravating the foreign exchange constraint and the savings/fiscal constraint in this region. In the absence of systematic payment guarantees debt reduction schemes through market options promise to reduce the transfer burden only gradually. On the other hand, a more ambitious public policy initiative that recognizes the collective nature of the debt problem, will surely allow a more significant and orderly reduction of it. It will also be socially efficient and it will extend to more countries.*

### 1. Análisis de la Situación Actual

Si usamos agosto de 1982 como punto de partida, el problema de la deuda latinoamericana lleva ya más de 6 años. La situación presente está mejor en algunos aspectos que cuando comenzó. Pero en general aún hay mucho de qué preocuparse, especialmente en lo que respecta a la capacidad de pago y desarrollo de los países deudores. Este artículo expone un breve análisis de la situación actual de los deudores y acreedores para luego evaluar algunas de las dificultades que se presentan en el manejo internacional del problema.

\* Este trabajo fue presentado en el Seminario Internacional "Conversión de Deuda Externa y Acceso al Crédito Internacional", realizado en Santiago entre el 5 y el 7 de diciembre de 1988, organizado por el Programa de Postgrado en Economía de ILADES/Georgetown University.

\*\* Las opiniones vertidas en este artículo no comprometen a la Comisión Económica para América Latina y el Caribe, de la O.N.U.

## A. Buscando el Progreso

Mirando hacia el Norte, se ven las economías de la OECD libres de la depresión y disfrutando de una de las expansiones más largas y sostenidas en su historia. Una red de prestamistas internacionales de último recurso altamente descentralizada (compuesta por el FMI, el Banco Mundial, BIS, bancos centrales de la OECD, tesorerías, agencias de crédito de exportación y los mismos bancos privados) ha probado su efectividad para evitar los factores desestabilizantes que amenazan surgir de la sistemática crisis de pagos de la región. De esta manera, en medio de la peor crisis financiera desde 1930, la banca privada ha producido resultados extremadamente buenos, declarándose una expansión acelerada de ganancias hasta el segundo trimestre de 1987. La magnitud de estas ganancias ha requerido un ajuste en las hojas de balance de los bancos. Por ejemplo, hasta marzo de 1988 los bancos norteamericanos habían reducido su exposición a América Latina en un 12% con respecto a junio de 1982, mientras duplicaban su capital primario, permitiéndoles reducir a la mitad su razón de préstamos "latinos" a capital, desde un 124% a un 58% (Cuadro 1). Los bancos más importantes de centros de EE.UU. tienen ahora un 25-30% de sus portafolios de Países en Vías de Desarrollo (PVD) apoyados por reservas contra pérdidas de préstamos, mientras que muchos bancos regionales de EE.UU. y continentales de Europa tienen una cobertura correspondiente a un 50% o más.

El diagnóstico de los acreedores acerca de este problema en América Latina es ciertamente mucho más realista ahora de lo que fue al principio. Ya no se cree en una crisis de liquidez a corto plazo; la mayoría de los acreedores hoy en día reconoce que el problema de América Latina es estructural, ya que la mayoría de los países deudores necesitan ajustes económicos y sociales internos para producir y vender en forma competitiva los bienes transables que generan las divisas que se destinan al pago de la deuda. También se reconoce actualmente que en los países deudores es contraproducente apretarse los cinturones; para legitimar políticamente las reformas necesarias y

CUADRO 1

BANCOS NORTEAMERICANOS: EXPOSICION LATINOAMERICANA  
COMO PORCENTAJE DE CAPITAL PRIMARIO

	Junio 1982		Marzo 1988		Total
	Primeros 9	Demás	Primeros 9	Demás	
<i>Latinoamérica</i>	180,0	85,4	124,0	96,7	31,8
Exportadores de petróleo	87,1	44,2	61,8	40,2	16,1
No exportadores de petróleo	93,0	41,2	62,2	56,5	15,7
Memo Item:					
Capital Primario <sup>a</sup>	27,1	39,1	66,2	51,5	77,7
					129,1

Fuente: CEPAL, en base a datos del Consejo Examinador de las Instituciones Financieras Federales de EE.UU., *Statistical Release* varios números.

<sup>a</sup> Billones de dólares.

aumentar la masa de ahorro doméstico disponible para inversiones y el pago de deudas, es necesario que los países logren una expansión sostenida de sus economías.

Este diagnóstico más realista ha llevado también a respuestas más realistas. Los bancos, habiendo reconocido formalmente que el "tiempo" implícito en el proceso de reestructuración erosiona parte del valor actual de sus activos, han comenzado a disminuir la valorización de sus préstamos en la región. Más aún, la pérdida de valor de los bienes ha resultado a veces en un alivio para los deudores, ya que los bancos muestran una creciente disposición para aceptar esquemas de reducción de deudas a través de la participación directa o indirecta en intercambios de deuda por capital, la compra de bonos de salida ("exit bonds") a tasas de interés más bajas que las de mercado, la conversión de deudas a bonos con un descuento, retrocompras directas, etc.

El nuevo diagnóstico también ha incitado mejores respuestas de los prestamistas multilaterales. El reconocimiento de los problemas estructurales ha hecho que el Banco Mundial juegue un papel más importante. Mientras tanto, el FMI se ha acomodado a las nuevas realidades al extender sus programas de ajustes hasta por 4 años, alargando el periodo de revisión de su criterio de desempeño a 6 meses, así como creando nuevas y mayores formas de financiamiento para contingencias.

En cuanto al Sur, nos encontramos con que la crisis ha traído algunos cambios positivos en América Latina. Hay actualmente muchos más regímenes democráticos en la región de los que había al comienzo de los '80. Ciertamente la seriedad de la crisis en América Latina ha destruido el dogmatismo relacionado a veces con estrategias de desarrollo de sustitución de importaciones y las llamadas estrategias de desarrollo hacia adentro. Es así como uno presente el nacimiento de un nuevo pragmatismo en la formulación de políticas de desarrollo. La competitividad internacional es actualmente motivo de gran preocupación en la región, ya que la mayoría de los países están ansiosos de aprender el arte de producir y vender en el altamente competitivo mercado internacional. La idea popular del Estado como estrella del desarrollo ha sido reexaminada; se percibe que los gobiernos están sobreextendidos y que las iniciativas privadas pueden ser mejor explotadas para el desarrollo.

Obviamente, las buenas intenciones no son suficientes. Sin embargo, así como no sería justo aplaudir sin reserva los esfuerzos de América Latina por cambiar la dirección de su política de desarrollo y recuperar su credibilidad, sería igualmente injusto ignorar los grandes ajustes que se han llevado a cabo y los sacrificios que éstos han significado. Entre los años 1982 y 1987 la región transfirió US\$ 150.000 millones a los países acreedores. Esta transferencia neta ha representado alrededor del 4% del PGB, lo que excede las transferencias externas a las que fueron forzadas Alemania, bajo el Tratado de Versalles de 1919 (2.5%), y Francia, bajo el Tratado de Frankfurt en 1871 (2.3%). Más aún, la transferencia neta de recursos hacia el exterior desde América Latina ha sido incluida vía política económica y no habría sido posible sin la devaluación de las tasas de cambio, ajustes de tasas de interés domésticas, correcciones fiscales (incluyendo la venta de empresas estatales), reducciones de salarios reales, etc. También debemos valorar el esfuerzo doméstico realizado en medio de un ambiente externo desfavorable en el cual las exportaciones han sido dificultadas por precios internacionales promedio bajos y serios enfrentamientos con el proteccionismo.

## B. Desglose de las dificultades

Aunque ha habido muestras de progreso en algunos frentes, también hay retroceso de gran importancia. En los últimos 6 años el Norte ha perdido mercados de exportación y,

por lo tanto, empleos y aumento del PGB, debido a una reducida capacidad de importación por parte de América Latina. Muchas empresas de la OECD, con inversiones directas en América Latina, no han podido escapar de la crisis; sus utilidades han bajado y la incertidumbre en el sector empresarial ha, ciertamente, aumentado. Los bancos norteamericanos, los más expuestos a América Latina, han perdido terreno en la carrera internacional por dominar los mercados financieros; como la expansión en un mundo de liberalización financiera requiere un esfuerzo capital intensivo, el tiempo y recursos que los bancos norteamericanos han destinado a mejorar sus disminuidos portafolios latinoamericanos, los ha puesto en una posición competitiva desventajosa. También se sospecha que el aumento de la oferta de drogas desde la región ha tenido algo que ver con la crisis y falta de divisas.

El Norte también ha sufrido una seria erosión del valor de su "buena voluntad" en la región. Por un lado, la promesa del Plan Baker de movilizar US\$ 20.000 millones de nuevo financiamiento bancario y US\$ 9.000 millones de financiamiento oficial, no se ha cumplido. El desembolso neto multilateral hacia la región ha disminuido en vez de aumentar, los préstamos bancarios han sido pocos y concentrados en las manos de algunos pocos afortunados dentro del llamado Grupo Baker 15 (Cuadros 2 y 3). En el intertanto, la credibilidad del FMI ha sido dañada en el transcurso de los últimos años debido a que sus programas continúan siendo asociados a la recesión económica; esto a su vez ha causado que más países se alejen del Fondo cuando en principio la necesidad de su guía es mayor que nunca. No ha sido de mucha ayuda el hecho que en la reciente Reunión Cumbre realizada en Toronto se haya tratado el problema de la deuda africana, y lo que se refiere a América Latina sigue afectado por la inercia. Mientras tanto, el intento por parte de la administración Reagan de debilitar el multilateralismo en el Banco

## CUADRO 2

FMI, BANCO MUNDIAL Y BID: TRANSFERENCIA NETA  
HACIA LATINOAMERICANA  
(Biliones de Dólares)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
<b>1. Gastos Netos</b>	2,3	2,7	4,0	8,8	7,4	5,3	4,4	2,1
FMI	-0,1	0,1	1,2	5,7	3,3	1,5	0,2	-0,5
Banco Mundial	1,2	1,3	1,4	1,7	2,1	1,9	2,7	1,6
BID	1,2	1,3	1,4	1,4	2,0	1,9	1,5	1,0
<b>2. Costos de Interés</b>	1,0	1,2	1,3	1,7	2,2	2,7	3,6	4,0
FMI	0,1	0,1	0,1	0,3	0,6	0,9	0,9	0,8
Banco Mundial	0,6	0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,7	2,1
BID	0,3	0,4	0,4	0,5	0,6	0,7	1,0	1,1
<b>3. Transferencia Neta (1-2)<sup>a</sup></b>	1,1	1,5	2,8	7,2	5,2	2,6	0,7	-1,9
FMI	-0,2	-	1,2	5,4	2,7	0,6	-0,8	-1,3
Banco Mundial	0,5	0,6	0,6	0,8	1,1	0,8	1,0	-0,5
BID	0,8	0,9	1,0	1,0	1,4	1,2	0,5	-0,1

Fuente: Cálculo de datos proporcionados por SELA.

<sup>a</sup> Es posible que no sume correctamente debido a redondeamiento.

CUADRO 3  
15 PAISES DEL PLAN BAKER: CREDITOS BANCARIOS DE  
PLAZOS MEDIANOS 1986-1988<sup>a</sup>  
(Millones de dólares)

	1986	1987	Enero-Agosto 1988
<b>Total</b>	483	10.004	6.250
Argentina	17	2.110	-
Bolivia	-	-	-
Brasil	-	-	5.200
Chile	-	- <sup>a</sup>	-
Colombia	201	87	1.000
Costa de Marfil	220	32;(300) <sup>b</sup>	-
México	-	7700	-
Marruecos	-	25	50
Nigeria	-	-	-
Perú	-	-	-
Filipinas	-	-	-
Uruguay	45	-	-
Venezuela	-	30	-
Yugoslavia	-	20	-

Fuente: OECD *Financial Statistical Monthly* Paris, junio 1988, y CEPAL, División de Desarrollo Económico.

<sup>a</sup> En un nuevo programa en 1987 Chile recibió un cambio en la secuencia de pagos de intereses, lo que le anorará al país alrededor de US\$ 450 millones en 1988.

<sup>b</sup> Cancelado.

Interamericano de Desarrollo, ha producido serios problemas en las relaciones hemisféricas.

Los retrocesos que esta crisis representa son dramáticos para América Latina. ¿Quién habría imaginado en 1982 que el Producto Geográfico Bruto per cápita de América Latina sería un 6% más bajo en 1987 que en 1980? A pesar que el ahorro doméstico ha aumentado como nunca antes, la inversión doméstica—muy importante para cualquier campaña que pretenda hacer los productos y servicios latinoamericanos más competitivos internacionalmente—desde 1982 sólo ha conseguido un promedio de un 73% del nivel logrado en 1980. El desempeño de la inversión ha sido mucho peor en una base per cápita: 1987 fue un año peak en cuanto a estos desembolsos durante los seis años de la crisis; sin embargo, las inversiones per cápita no habían sido tan bajas desde 1971. La inflación ha aumentado en forma espectacular en América Latina; el promedio regional fue de un 200% en 1987, con tasas de tres dígitos en cuatro países (Argentina, Brasil, México y Perú) y cuatro dígitos en uno (Nicaragua). En la mayoría de los países, el salario real ha estado severamente deprimido y el desempleo abierto es alarmantemente alto en la mayoría de los países. Aunque es difícil cuantificar las repercusiones sociales de la crisis, existen estudios que sugieren un fuerte deterioro en numerosos aspectos y confirman lo que el observador puede sentir al visitar casi cualquier capital latinoamericana.

Finalmente, la evolución de los indicadores de deuda no ha sido muy alentadora. En 1987 la razón deuda a exportación de la región (382%) fue más alta que en 1981 en un

55%. Por otra parte, las menores tasas de interés internacionales de 1987 fueron responsables de una baja del 30% de la razón interés neto/exportación, que aunque aún extremadamente pesada, se acerca bastante a los niveles registrados en 1981 (Cuadro 4).

Es posible que el año 1988 traiga algunas mejoras para América Latina en el frente externo, pero no mucho alivio en forma local. El alza de precios de varios productos de exportación contribuirá a aumentar las ganancias de la región, aunque los exportadores de petróleo experimentarán sólo pequeñas ganancias netas debido al menor precio internacional del petróleo. Las importaciones de la región deberán aumentar un poco menos que las exportaciones; como el valor de las últimas excede enormemente al de las primeras, esto significará un aumento más que proporcional del superávit comercial de la región, que fue de US\$22.500 millones en 1987. La LIBOR ha subido en aproximadamente dos puntos en lo que va del año. Aunque algunos de los efectos negativos del alza de la tasa de interés no se sentirán hasta principios de 1989, los pagos de intereses para el año 1988 subirán en por lo menos US\$ 3.000 millones. Por otra parte, los flujos de crédito neto podrían ser relativamente bajos en 1988, lo cual podría significar un aumento de la transferencia externa neta de recursos hacia los acreedores. Si la transferencia aumentara, se invertirían las recientes tendencias de declinación gradual.

A pesar que las alzas en los precios de exportación y la disminución de costos del petróleo mitigarán un tanto el apremio externo de los países que no exportan petróleo, esto se traducirá en poco crecimiento. Por una parte hay mucha incertidumbre referente a la disponibilidad de divisas a mediano plazo. Por otra, la gran espiral inflacionaria ha empeorado en 1988, lo cual ha forzado severas restricciones en la demanda doméstica y en la actividad de inversión del sector público. Por lo tanto, el PGB de 1988 apenas aumentará, lo que significará una tasa de crecimiento negativa del PGB per cápita, por cuarta vez en esta década.

## II. ¿Por qué la asimétrica distribución de costos entre Acreedores y Deudores?

Un análisis de la situación desde 1982 sugiere algo de progreso, pero la crisis actual también ha tenido serias repercusiones, tanto para los países acreedores como para los deudores. Sin embargo, la distribución de los beneficios y costos se ha vuelto evidentemente en contra de los deudores, ¿por qué?

Los acreedores a menudo apuntan hacia: (i) malas políticas económicas en los países deudores, acompañadas por la excesiva acumulación de deuda durante los años '70; y (ii) una falta de voluntad durante los años 80 para tomar decisiones económicas difíciles, pero necesarias para recuperar las economías latinoamericanas. Más aún, a menudo existe, implícita, la noción de que si el acreedor proporciona mucha ayuda a los deudores, se crearán problemas de tipo "moral hazard", así como la tendencia a abusar del grado de libertades ganadas a través de la disminución de esfuerzos dirigidos a reestructurar las economías de la región y a hacerlas internacionalmente más competitivas.

Los deudores, por otra parte, se concentran en el duro ambiente externo y en el peso de las transferencias de recursos al exterior. Los argumentos han sido bien desarrollados. Se requiere de un largo período de ajustes para que las modificaciones en las políticas cambien las economías, especialmente aquellas estructuralmente no competitivas. Por lo tanto, el gran superávit comercial, necesario para cubrir la deuda con tasas de interés reales altas, sólo será posible de alcanzar con una disminución desproporcionada de las importaciones y una recesión económica doméstica. Más aún, como para países en vías de desarrollo es inherentemente difícil aumentar rápidamente el ahorro doméstico (especial-

mente durante un período de reducción en el ritmo de actividad económica), la transferencia tiende a tener su contraparte en reducciones de la inversión y del gasto social, lo cual es contraproducente, porque perjudica la reestructuración económica y la futura capacidad de pagar deudas. Además, el cambio de precios relativos con el propósito de realizar transferencias al exterior tiende a agravar las presiones inflacionarias. Esta situación se complica por el hecho que el servicio de la deuda es en gran medida responsabilidad del sector público, creando un problema interno de transferencia presupuestaria. Como se ha demostrado, incluso en Estados Unidos, las decisiones respecto a impuestos y gasto público caen en un terreno político delicado. Si no existe un consenso político amplio que apoye un aumento de impuestos y una baja del gasto público para acomodar la transferencia, el estado debe movilizar los recursos necesarios a través de un impuesto inflacionario. Esta es una estrategia peligrosa que puede fácilmente degenerar en hiperinflación.

Como en la mayor parte de los problemas polarizantes, la verdad se encuentra probablemente entre los argumentos de ambos grupos. Para superar la crisis del desarrollo y para solucionar el problema de los deudores latinoamericanos es necesario que exista, en primer lugar, un esfuerzo interno adecuado. La intensidad y duración del esfuerzo interno han variado en la región, pero han existido. Esto merece algo de paciencia; el cambiar estrategias de desarrollo es un proyecto que requiere un plazo mucho mayor que 6 años. Además, la transformación económica se está intentando mientras se desarrolla una frágil transición a la democracia política. Una trayectoria periférica podría ser una característica probable de cualquier proceso de transformación económica basado en un marco institucional naciente.

Es además siempre difícil aislar de los efectos del ambiente externo la contribución del esfuerzo doméstico a la recuperación. Si aquel ambiente hubiera sido claramente de apoyo a los esfuerzos de los deudores para ajustar y reestructurar sus economías, se podría acusar en forma más valdadera una falta de seriedad en los esfuerzos domésticos. Se estima que el proceso de ajuste de América Latina ha estado desfinanciado desde el principio de la crisis. Por cierto, ya sea la fórmula de 1982 de un 7% para aumentar la exposición de los bancos, o la fórmula de un 2,5% del Plan Baker, los volúmenes financieros nunca han satisfecho (mucho menos sostenido) las modestas metas que se han fijado los acreedores. Para los deudores, desfinanciamiento significa sobretransferencia de recursos a los acreedores. Es por ello que las transferencias son un problema serio que han tenido efectos dañinos sobre las economías de la mayoría de los deudores.

## III. El eslabón más conspicuamente débil: Normas públicas internacionales desinteresadas

El problema sistemático de la deuda es un problema colectivo. Las externalidades negativas que proceden del mercado son notoriamente imparciales, arrastrando por igual a prestamistas y prestatarios, tanto prudentes como imprudentes, incluso traspasando altos costos a aquellos que no tienen relación con el problema. Más aún, las respuestas individuales racionales al problema pueden ser muy dañinas para el bien común y aumentan los costos para todos. Es por ello que existe la necesidad de intervención pública en el mercado, en primer lugar para estabilizar las expectativas y luego ayudar en la reestructuración de los agentes del mercado (prestamista, prestatario o ambos), de una manera que resulte funcional para la renovada solvencia del sistema y la recuperación global a un costo social mínimo. Debido a las oportunidades de "free riding" y a sus efectos adversos sobre la eficiencia de cualquier medida institucional, las soluciones

públicas eficaces son muchas veces, y en diferentes grados, de naturaleza coercitiva. Todos estos principios se ponen en práctica usualmente cuando surgen serias restricciones financieras en los mercados domésticos de los países acredores.

La crisis internacional de la deuda que comenzó en 1982 ha estado sujeta a la administración pública internacional. Sin embargo, la efectividad de esa administración como instrumento en la promoción de prosperidad global y desarrollo ha sido muy limitada. Esto se debe a que la estrategia internacional de la deuda no se ha desarrollado más allá de la función de prestamista de último recurso, que fue diseñada para mantener estable el sistema bancario del Norte. De este modo, con el tiempo, ha resultado más claro que es la amenaza esporádica de una insolvencia desestabilizante la que produce el nuevo tipo de financiamiento y no los sostenidos requerimientos de reestructuración económica en los países deudores. Mientras más rápido los bancos fortalecen sus hojas de balance, más se ha reducido el financiamiento externo. Entretanto, no se les han dado los medios a los prestamistas oficiales para salir del bajón; de hecho el problema se agrava a medida que el flujo neto de estas instituciones se torna negativo (Cuadro 2).

La última fase de la estrategia internacional de la deuda (el llamado Enfoque de Menú de Mercado) no rectifica la situación. Mientras represente una iniciativa de política pública, se repetirá el error básico de las primeras etapas: el manejo diario de lo que se supone es un programa de administración de deudas multilateral mantendrá una preferencia hacia el limitado objetivo de ajustar en forma ordenada los portafolios financieros privados.

Mientras la fase inicial de la estrategia de administración de la deuda se caracterizó abiertamente por una "acción frenada" con el objeto de evitar pérdidas contables en el sistema financiero internacional (a través de prórrogas acordadas a valores comerciales y nuevos paquetes monetarios), la última fase está orientada principalmente al ajuste gradual del valor de los activos bancarios y al mejoramiento de la diversificación del riesgo a través de programas que involucran cambios de deudas y contratación de seguros. El problema macroeconómico de las finanzas para apoyar la inversión, el crecimiento y la recuperación de la credibilidad en los países deudores se mantiene pasivo y ajeno a este proceso. Es en este sentido que el Menú de Mercado es básicamente un menú de acredores privados.

Como lo ha demostrado un reciente estudio de la CEPAL, desde la perspectiva de las necesidades macroeconómicas de los deudores, el menú del mercado puede contener un interesante "aperitivo", pero los "platos principales" simplemente no existen. La técnica del menú de basarse en el mercado depende de las respuestas voluntarias de los acredores individuales que obtienen solo un poco más que un apoyo moral de sus gobiernos. Sin embargo, el financiamiento de mercado convencional es por naturaleza procíclico y por ello es poco probable que el capital, en cualquier volumen significativo, fluya espontáneamente hacia América Latina, mientras los potenciales acredores vean esos grandes descuentos sobre viejas deudas.

En lo que se refiere a nuevos y más exóticos instrumentos diseñados para liquidar portafolios, su desarrollo será solamente muy gradual. Los mercados operan en el margen y cada nuevo instrumento debe comenzar de a poco, incluso bajo circunstancias favorables. En América Latina el progreso se ve retardado por complejos problemas de mercado, tanto de comportamiento *free rider* como de leyes internacionales, tributarias y contables, así como la falta de conocimiento de la región por parte de inversionistas institucionales. Más aún, la mayor parte de los instrumentos del menú propuestos para reducir la deuda, actúan sobre el principal. Ya que los países de todos modos no amortizan la deuda, el impacto inmediato de la transacción sobre la balanza de pagos se

limita a la reducción de los pagos de intereses, cuya cantidad será marginal hasta que aumente el alcance acumulativo en las operaciones de conversión. Otra desventaja de este enfoque de menú es que las transacciones voluntarias de mercado se realizan sólo esporádicamente, lo cual hace difícil predecir la programación de las conversiones, su distribución entre los diferentes países, el grado de alivio en la balanza de pagos y la efectividad de la conversión por sobre el apoyo a un programa doméstico de reformas económicas y reestructuración.

En suma, los mercados privados se deshacen muy lentamente de grandes deudas pendientes cuando se les deja proceder por sus propios medios. Por lo tanto, el enfoque de menú sólo resuelve parte del problema y no se dedica al tema macroeconómico central: cómo financiar en forma prolongada y predecible las reformas económicas y las nuevas inversiones que Latinoamérica necesita para iniciar el crecimiento ahora y así restablecer su capacidad para servir la deuda externa. Desde el punto de vista de los problemas económicos colectivos y las soluciones colectivas, el enfoque de Menú de Mercado representa claramente políticas públicas poco ambiciosas. Ciertamente, en algunos aspectos importantes, el Menú de Mercado parece habernos devuelto por 20 años la forma de deshacerse de las deudas pendientes.

#### IV. ¿Qué debe hacerse a partir de hoy?

El problema de la deuda latinoamericana debe ser visto en el contexto adecuado, como un "mal" colectivo internacional que no da cabida a respuestas individuales voluntarias, porque ellas retrasan el ajuste y alzan los costos para todos. Los aspectos colectivos del problema apoyan, en forma teórica y práctica, una producción más agresiva de bienes públicos que aceleren el ajuste de deudores y acredores.

La razón por la cual la proposición de examinar un sistema de deuda multilateral ha estado siempre en las discusiones sobre la deuda y continúa estándolo, es que ella es la expresión más completa de una solución colectiva del problema de la deuda latinoamericana y por la eficiencia de una solución colectiva. Obviamente, muchos de los detalles de un sistema tan complejo, así como las medidas regulatorias auxiliares necesitan ser refinados, pero el impulso básico de esta iniciativa —una reducción ordenada del valor presente de la deuda a cambio de un ajuste ordenado de las políticas económicas— está en el mejor espíritu de las políticas económicas públicas visionarias en un mundo interdependiente. Como un paso intermedio para obtener tal sistema y bajo el auspicio del FMI y sus programas de ajuste, es posible imaginar el congelamiento temporal inmediato de los pagos de interés (con capitalización de la diferencia) a niveles consistentes con las inversiones y metas de crecimiento especificadas en cooperación con los países en vías de desarrollo.

Una política pública menos ambiciosa sería la garantía *ad hoc*, pública y sistemática, de instrumentos de reducción de la deuda, además de la modificación de impuestos y reglamentos de contabilidad para los bancos. Esto permitiría el alza del valor del crédito que se necesita para obtener volúmenes de conversión y retrocompra suficientes para generar el financiamiento significativo de balanza de pagos para los países deudores. La reciente retrocompra de la deuda boliviana a 11 centavos por dólar es un buen ejemplo de la forma en que la intervención del sector público internacional puede solucionar rápidamente y en gran medida el problema de la deuda pendiente.

Sin embargo, las garantías ad hoc, que son más efectivas que el sistema de no interferencia del Menú de Mercado actual, también tienen sus desventajas. Por una parte la distribución de ayuda entre los países puede estar arbitrariamente basada en factores políticos, mientras que la programación en el tiempo de la ayuda sigue siendo incierta. Además, como los convenios ad hoc pueden superar sólo en forma parcial el problema de los free-riders y otras externalidades negativas, su costo acumulativo sobre el término medio podría ser mayor que en un sistema de reducción de la deuda.

¿Es conveniente que Latinoamérica promueva éstas y otras iniciativas colectivas? Por supuesto. ¿Es conveniente que Latinoamérica confíe su futuro desarrollo al inminente surgimiento de iniciativas públicas comprensivas? Probablemente no. Las soluciones colectivas para una gran cantidad de agentes económicos individuales son muy difíciles de organizar cuando se difiere en las costumbres, las tradiciones, las pautas legales y las circunstancias económicas. Para actuar en forma colectiva debe existir un sentido común de tensión externa. Este sentido común de tensión existía en los círculos financieros del Norte en 1982, cuando virtualmente todos los sistemas bancarios nacionales eran vulnerables al incumplimiento de los pagos por parte de Latinoamérica; esto explica la coordinación global increíblemente rápida y hermélica que existió entre los acreedores durante los primeros años de la crisis. Sin embargo, como la vulnerabilidad de los bancos al incumplimiento ha disminuido y como los intereses en los mercados latinoamericanos han sido opacados por sucesos ocurridos en Asia, así como también en el emergente Mercado Común Europeo y áreas de libre comercio en Norteamérica, incluso aquella limitada coordinación se ha transformado en un sistema extremadamente confuso en el cual cada acreedor tiene la libertad de negociar a su manera. Por supuesto, que en algunos aspectos, el así llamado Menú de Mercado legitima el serio fracaso de facto de la coordinación entre los acreedores y sus gobiernos.

Tipicamente, las soluciones colectivas igual tienen costos inmediatos y los beneficios se difunden en forma más gradual. Serios problemas financieros y de ajustes externos limitan la capacidad de Estados Unidos para responder a las dificultades del hemisferio con dineros nuevos, al menos al nivel al que nos habíamos acostumbrado durante los años 50 y 60. Entretanto, queda aún por ver hasta qué grado Japón y Europa estarán dispuestos a llenar el vacío financiero en la región, y si esto se realizará sin crear serios conflictos en la distribución tradicional de las esferas de influencia política.

Por lo tanto, es posible que aparezcan iniciativas públicas en forma muy lenta y de insuficiente escala. Pero esto no significa que el enfoque de Menú de Mercado sea el único existente. De hecho los deudores han desarrollado gradualmente sus propios menús que incluyen varios tipos de moratoria en cuanto a los pagos del servicio de la deuda. Más de la mitad de los países latinoamericanos han utilizado esta última opción (Cuadro 4). Es también importante recordar que la mayor parte de la reciente reestructuración de la deuda desarrollada bajo el enfoque oficial de Menú de Mercado, ha evolucionado a través de concesiones por parte de los acreedores, concesiones diseñadas para instar a los países a que salgan de la moratoria, o para prevenir que la inicien. Más aún, estos acuerdos podrían representar más que un respiro transitorio a la amenaza de futuras moratorias, sólo si ellos enfocan en forma adecuada lo fundamental que es la capacidad de pago de los deudores. Hasta el momento el único caso que cae en esta categoría es el del reciente acuerdo con Bolivia.

No se debe subestimar el menú de opciones de los deudores. En el pasado ha resultado difícil el despliegue formal o informal de límites completos o parciales sobre los pagos, en parte debido a la falta de consenso interno en cuanto a "qué hacer" acerca de la transferencia neta de recursos hacia el exterior. Sin embargo, es posible observar una serie

CUADRO 4  
LATINOAMERICA: DEUDA EXTERNA

Deuda	D/X		D/PGB		i/x		Atrazos	
	1987	1981	1987	1988 <sup>a</sup>	1987	1981	1987	1987
Latinoamérica	410,1	247	382	350	57	28	30	X
Exportadores de petróleo	167,0	220	364	...	...	23	27	X
Bolivia	4,5	348	742	...	...	35	44	X
Ecuador	9,3	202	395	...	78	23	29	X
México	105,9	259	378	...	71	29	28	X
Perú	15,1	239	450	...	63	24	23	X
Venezuela	32,2	160	279	...	54	13	24	X
No Exportadores de Petróleo	243,1	273	396	...	...	34	32	X
Argentina	54,7	329	712	...	79	36	53	X
Brasil	116,9	313	415	...	46	40	34	X
Colombia	15,7	199	243	...	34	22	25	X
Costa Rica	3,9	229	262	...	109	28	20	X
Chile	20,6	311	326	...	86	39	26	X
Cuba	(5,7)	...	...	...	...	...	...	X
El Salvador	2,3	174	268	...	...	8	13	X
Guatemala	2,7	96	255	...	...	8	15	X
Haití	0,7	155	235	...	...	3	8	X
Honduras	3,1	180	324	...	...	14	14	X
Nicaragua	6,3	464	1838	...	...	37	70	X
Panamá	4,9	92	136	...	...	...	...	X
Paraguay	2,0	171	185	...	...	15	15	X
Rep. Dominicana	3,7	168	242	...	...	19	21	X
Uruguay	5,6	183	361	...	100	13	24	X

Fuente: CEPAL, División de Desarrollo Económico

Notas:

D = Deuda externa total en billones de dólares.

X = Exportación de bienes y servicios.

PGB = Producto Geográfico Bruto.

i = Pago total de intereses

<sup>a</sup>CEPAL, *Panorama Económico de América Latina 1988*, Santiago, Chile, septiembre 1988.

<sup>b</sup>Excluido de los totales y representada la deuda de los así llamados países de mercado.

de cambios interesantes en las alianzas políticas de varios países deudores importantes, lo que sugiere que quizás se está llegando al consenso a medida que nos acercamos al séptimo año de crisis en la región.

Además, los países deudores aprenderán gradualmente los secretos de crecimiento en un estado de moratoria completa o parcial. La mayoría de los primeros límites sobre los pagos evolucionaron debido a las circunstancias, producidas por una política económica

caótica, o fueron elaborados (como un fin en y de sí mismos), que sólo ayudaron a estimular políticas populistas contraproducentes. Sin embargo, hay ahora indicios de mayor sofisticación. Muchos países parecen darse cuenta que, para ser un instrumento exitoso en la recuperación económica, una moratoria transitoria debe surgir desde un programa económico coherente diseñado para corregir en forma vigorosa los desequilibrios internos y externos. El límite sobre los pagos también debe ser de naturaleza conciliatoria; se deben mantener líneas de comunicación abiertas con los acreedores y se les debe ofrecer propuestas constructivas con el fin de resolver el problema en un contexto compatible con un programa económico orientado hacia el crecimiento de los países deudores. Si el pago de deudas es energéticamente reencauzado en un programa económico coherente y sostenible, y si se evita conflictos injustificados, el país mejora las posibilidades de conseguir eventualmente un pago realista de la deuda pendiente.

#### V. Conclusiones

Hemos visto que la transferencia de recursos al exterior en Latinoamérica impide el crecimiento y la reestructuración económica a través de la agravación, ya sea de la restricción de divisas, o de la restricción ahorro/fiscal, o ambas. En ausencia de garantías de pago sistemáticas por parte de los gobiernos acreedores, las opciones voluntarias del mercado (enfóque de menú), prometen sólo reducir en forma gradual la carga de la transferencia y con un alto grado de incertidumbre en lo que se refiere a la cantidad y al momento en que se proporciona la ayuda, así como su distribución entre los deudores. Entretanto, el volumen de financiamiento externo, necesario para apoyar programas macroeconómicos de crecimiento y reestructuración, sigue siendo insuficiente. Es por ello que no nos sorprende que los países latinoamericanos que han sido capaces de mantener un proceso adecuado de crecimiento con estabilidad de precios continúan siendo los "casos especiales".

Una estrategia de crecimiento y reconstrucción en la cual sólo algunos deudores problemáticos son capaces de maniobrar en forma exitosa, es claramente una política pública internacional indiferente. Más aún, una política de este tipo no puede garantizar más que un respiro transitorio de las crecientes tensiones existentes entre países deudores y acreedores. Latinoamérica debe, claramente, redoblar sus esfuerzos por controlar los desequilibrios internos y externos. Pero en vista del inexorable peso de las transferencias y de la existencia de responsabilidad compartida en la crisis, los países se ven en la necesidad de forzar a los acreedores a compartir el costo de la reestructuración y del crecimiento económico, a través de la imposición de moratorias formales o informales de varios tipos. No obstante los recientes acontecimientos en Brasil, la mitad de los países de la región han agregado a su propio menú de opciones esta alternativa unilateral. A medida que los costos del estancamiento aumentan en la región, es posible que también aumente el uso de esta alternativa del "menú de opciones de los deudores".

La historia y el sentido común sugieren que la pregunta no es si la transferencia de recursos al exterior se acabará, sino cuándo y cómo. Podría ser reducida de una manera ordenada y socialmente eficiente a través de una iniciativa de política pública más ambiciosa que reconozca la naturaleza colectiva del problema de la deuda latinoamericana. (Salvo que se acabara mediante un incremento de la combatividad de las negociaciones entre acreedores y deudores, precedidas a menudo por frecuentes interrupciones de variable duración en los pagos de la deuda.) La primera solución es preferible al bien colectivo de países deudores y acreedores. Cuán realista sea tal opción dependerá en gran medida del espíritu público de nuestros nuevos líderes políticos en los países acreedores.

### SOVEREIGN DEBT CONVERSION IN A DYNAMIC PORTFOLIO FRAMEWORK\*

FELIPE G. MORANDE \*\*

Graduate Program in Economics  
ILADES/Georgetown University

KLAUS SCHMIDT-HEBBEL \*\*

Country Economics Department  
The World Bank

#### Abstract:

*This paper analyzes the dynamics of secondary market prices of sovereign debt under alternative market-based debt conversion schemes. In the framework of a portfolio model for rational forward-looking asset holders, the trajectories of secondary market prices are shown to be very sensitive to debtor country welfare (wealth) gains derived from the debt swaps. These gains will arise if debt conversion is (partially) foreign financed or if the debtor country's cost of the debt exceeds the secondary market price.*

#### 1. Introduction

In recent years a few developing debtor countries have started programs of debt conversion as a partial response to their continued debt-servicing problems and in view of the development of an international secondary market for debt paper. Among the Latin American countries participating in debt conversion schemes, Chile has been by far the most active. Since the program's inception in 1985, around a quarter of Chilean foreign debt has been exchanged at a discount for domestic equity and unofficial foreign assets held abroad by private national residents. Other highly indebted Latin American econo-

(\*) A previous version of this paper was presented at the International Seminar on Foreign Debt Conversion and Access to Credit Markets, Dec. 5-7, 1988, organized by the Graduate Program in Economics of ILADES/Georgetown University, in Santiago, Chile. Partial financial support by FONDECYT under grant # 89-1045 is gratefully acknowledged.

(\*\*) We are grateful to Michael Doolley and Peter Nunnenkamp for valuable comments and to Raphael Betsoug for efficient research assistance. The usual disclaimer applies. The views expressed here are those of the authors and not necessarily those of the institutions they are affiliated with.