

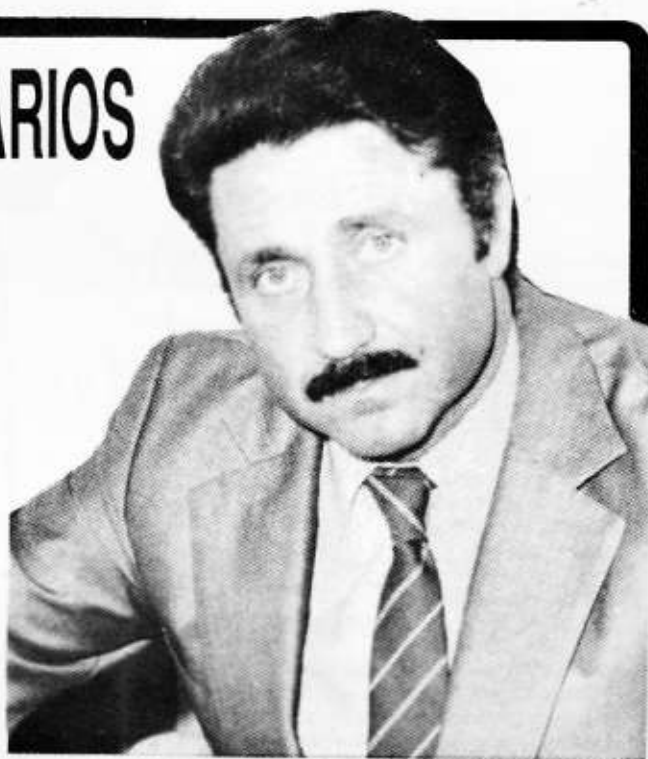
# Guía FINANCIERA

SUPLEMENTO ESPECIAL

MONTEVIDEO, 21 DE SETIEMBRE DE 1987

## ALGUNOS COMENTARIOS SOBRE LA DEUDA EXTERNA

*Texto de la exposición efectuada  
por el señor Presidente del  
Banco Central del Uruguay, Cr.  
Ricardo Pascale en el Seminario de  
Economía Internacional en la  
Universidad Menéndez y Pelayo  
en Santander España el  
3 de julio de 1987*



Por el Ec. KENNETH COATES

## Sendas paralelas en el manejo de la Deuda Externa

GUIA FINANCIERA agradece al Presidente del B.C.U. Cr. Ricardo Pascale y al Ec. Kenneth Coates el valioso material que se incluye en este suplemento, así también como al Banco de Santander por su apoyo para la edición del mismo.

Cr. RICARDO PASCALE

## Algunos comentarios sobre la deuda externa



Es un placer estar en esta querida tierra española, entre tantos buenos amigos, y un gran honor el poder participar en este Seminario, en esta prestigiosa Universidad que lleva el nombre del ilustre polígrafo e investigador santanderino, Marcelino Menéndez y Pelayo.

### A. INTRODUCCION

El tema de la deuda externa de los países en desarrollo —sus causas, sus implicaciones y posibles soluciones— ha sido motivo desde su irrupción en 1982 de un intenso tratamiento y debate, tanto en la academia económica, como en los organismos internacionales y en el mundo financiero así como en el campo político.

Estos tratamientos y estos debates han sido muchas veces muy ricos y ustedes seguramente ya los han abordado.

De esta forma, hoy nos gustaría, desde el ángulo de un banque-

ro central, intentar dar respuesta a dos preguntas que nos parecen importantes y esperamos que puedan tener interés para ustedes. Ellas son:

- 1) ¿Cuál es la actual situación en torno a la deuda? ¿Está mejorando o ha empeorado en estos años?
- 2) ¿Cuáles son algunos de los desarrollos previsibles en un futuro cercano?

Teniendo en cuenta las características del Seminario, apuntamos nuestros comentarios buscando dar elementos para una discusión. Queremos señalar asimismo, que nuestras consideraciones no van dirigidas a ningún país en particular. Son apreciaciones de una apreciable generalidad, teniendo presente, sin embargo, que la intensidad y las características específicas variarán de un país a otro.

### B. EVOLUCION DEL PROBLEMA DE LA DEUDA

Veamos algunos elementos so-

bre la primera pregunta. Es importante tener una apreciación sobre la estrategia seguida durante estos años para el tratamiento de la deuda. ¿Ella ha mejorado la situación o la ha empeorado?

Para exponer el tema, nos parece apropiado desarrollarlo en tres partes principales, que son:

- a. La realidad práctica. Esto es, cuáles han sido las características básicas del manejo del problema en el campo de los hechos.
- b. La opinión de la academia. Aquí los desarrollos procurarán repasar algunas de las principales opiniones sobre el resultado arrojado por la estrategia seguida, y
- c. Un resumen de la situación. En esta parte, la exposición reflejará nuestra opinión, buscando efectuar asimismo una suerte de resumen del punto.

Veamos entonces cada uno de los aspectos mencionados.

- a. La realidad práctica

El "muddling through", altamente pragmático, ha sido la tóni-

ca básica de la estrategia. El enfoque "caso por caso" ha dominado la realidad, apreciándose una fuerte concentración de esfuerzos en los casos extremos que implicaban riesgos potenciales elevados para la estabilidad del sistema financiero.

Los ajustes de los países deudores han sido en muchos casos muy intensos, permitiendo el pago de los intereses y, algunas veces, amortizaciones. Si bien hoy la situación de los bancos en cuanto a la deuda externa no es la que deseaban ni ellos ni las autoridades monetarias de los distintos países, debe reconocerse que en una gran cantidad de casos el ratio de deuda a capital se ha reducido a la mitad con respecto al inicio de la crisis en 1982 y que los beneficios obtenidos han permitido hacer fuertes reservas para eventuales incumplimientos. Esto último ha ocurrido recientemente en el caso de los bancos americanos, puesto que en el caso europeo ya se había venido haciendo por imposición de los Bancos Centrales.

En esta estrategia seguida, en la que pueden distinguirse varias etapas, la última que se está viviendo (en cierta forma la negociación argentina es un buen ejemplo) se encuentra dentro del llamado "menú de opciones", en donde aparecen distintas posibilidades para el deudor y los acreedores, como ser capitalizaciones (debt-equity swaps), bonos de salida, etc.. A nivel de la banca, se espera que, en al menos algunos casos, esta última postura, aunque no es por cierto la única, sea útil para facilitar una vuelta a los mercados voluntarios.

#### b. La opinión de la academia

¿Qué piensan los académicos de la estrategia del "muddling through" seguida?

Distintos estudiosos a nivel académico no coinciden en la apreciación de la situación, cinco años después. En gran medida, esas diferencias radican en aspectos valorativos del tema que analizamos.

En algunos pesan más las consideraciones de eficacia y la necesidad de que el mercado juegue su

papel (normalmente esta corriente apoya a los partidarios del "muddling through" como estrategia), en tanto que en otros, que propugnan soluciones más intervencionistas, la referencia a la equidad y a la justicia tienen un gran peso. Sin embargo, los defensores del mecanismo del mercado, reconocen que el descuento sobre el valor nominal de la deuda revela la persistencia de un serio problema.

Entre los críticos de la estrategia seguida se encuentra el Prof. Rudiger Dornbusch, del Instituto Tecnológico de Massachussets, que entiende que la situación ha empeorado. La solvencia de los deudores se ha deteriorado, dice Dornbusch, pasando el ratio deuda/exportaciones de los países con problemas de 254 o/o en 1982 a 282 o/o en 1986 y el ratio de deuda/PBI del 43 o/o al 49 o/o.

Otros autores discrepan. Utilizando un criterio diferente como intereses/exportaciones, Cline, por ejemplo, sostiene que para los países deudores no petroleros el ratio pasó del 47 o/o en 1982 a 34 o/o en 1986; esto se debe no sólo a que bajaron las tasas de interés sino también a que subieron las exportaciones.

La literatura académica muestra muchos otros ejemplos del análisis de solvencia de países, como la expuesta por M. H. Simonsen, quien entiende como indicador favorable que la tasa de crecimiento de las exportaciones sea más alta que la tasa de interés.

#### c. A manera de resumen

En suma, la estrategia seguida, como hemos visto, no ha tenido un rumbo permanente y la evaluación de la misma difiere grandemente entre los tratadistas. Nuestra apreciación de la situación la podemos sintetizar de la siguiente forma, aclarando una vez más que existen diferencias marcadas entre los países.

a. La relación servicio de deuda/ingresos externos por bienes y servicios es una relación útil para ir midiendo la capacidad de un país para hacer frente a los compromisos derivados del endeudamiento externo.

Debe tenerse presente también

que los resultados de algunas investigaciones, que utilizan análisis discriminante múltiple entre poblaciones de países con y sin problemas en el servicio de su deuda, a efectos de medir su capacidad para hacer frente a los compromisos externos, muestran que las variables con mayor poder discriminador son, además de la citada anteriormente: la tasa de inflación, la tasa de crecimiento de la cantidad de dinero, la desviación sobre el tipo de cambio de paridad y la tasa de crecimiento de las exportaciones. Como se aprecia, más de una de estas variables tiene que ver con las políticas domésticas.

b. A pesar de que algunos datos de la serie histórica correspondiente a la variable servicio de deuda/ingresos externos por bienes y servicios viene mostrando en muchos casos una mejoría, debe señalarse que, en parte debido al entorno externo y en parte al entorno interno, la situación de la deuda, con abstracción de algunas diferencias entre países, hoy, a cinco años de haber comenzado la crisis todavía arrastra problemas cuya solución no es clara.

En el sector externo, pesan seriamente sobre esta apreciación algunos factores que en un período cercano fueron más favorables, entre otros, los siguientes factores:

- i. Suba de las tasas de interés.
- ii. Expectativas de bajo crecimiento de las economías industriales.
- iii. Creciente proteccionismo de los países industrializados.
- iv. Deterioro de los precios de muchos productos primarios.
- v. Subsidios de los países industrializados a los productos agrícolas.
- vi. Perspectivas negativas en cuanto a corrientes de capital.

Pensamos que vale la pena detenernos un instante en estos puntos. Existen una serie de aspectos conflictivos a nivel de la coyuntura económica internacional. Estos pueden ser explicados en gran medida, por la interacción de políticas de los países del G-3, es decir, Estados Unidos, Alemania y Japón.

Estos países constituyen juntos más de la mitad del producto

bruto mundial y 1/3 del comercio mundial, excluidos los países de economías centralmente planificadas.

Como es conocido, en el actual contexto la economía americana se caracteriza por un moderado crecimiento de la inflación y por grandes e insostenibles déficit fiscales y comerciales.

Alemania y Japón, por su parte, muestran bajas tasas de inflación y crecimiento, equilibrio fiscal y altos superávit comerciales. Como resultado de situaciones tan dispares, los mercados financieros han estado lejos de mostrar estabilidad. Cabe preguntarse: ¿cuál ha sido el impacto de este escenario internacional en los países en desarrollo?

En primer lugar, la desaceleración del crecimiento en los países industriales y la concomitante disminución en la tasa de crecimiento del comercio mundial se ha traducido en un incremento más lento del volumen de exportaciones de los países en desarrollo y en una baja de los precios de los productos básicos. De acuerdo a información publicada por el Fondo Monetario Internacional, los precios de los productos básicos alcanzaron en 1986 su menor nivel a valores constantes del período de post-guerra, estando a valores corrientes un 25 por ciento por debajo de los niveles alcanzados en 1980 y casi un 14 por ciento por debajo del nivel correspondiente a 1984. Como consecuencia, en parte, de esto último, durante 1986 el déficit en cuenta corriente de los países en desarrollo creció significativamente y, muchos países enfrentados con un serio deterioro en sus términos de intercambio, se vieron forzados a canalizar al servicio de la deuda una parte significativa de su producción a los efectos de evitar un empeoramiento aún mayor de su situación externa. La resultante fue que, en términos generales, la inversión productiva permaneció en un nivel apenas suficiente para cubrir la reposición de capital.

En segundo lugar, durante los últimos meses se ha registrado un nuevo aumento de la tasa de interés en dólares que ha incrementa-

do en forma perceptible el peso del servicio de la deuda para los países en desarrollo.

En tercer lugar, la disponibilidad de nuevos créditos a través de los bancos comerciales ha disminuido recientemente, lo que para muchas economías ha dificultado aún más continuar con las políticas de ajuste que el empeoramiento de la situación internacional demandaba.

Es claro que este contexto arroja sombras, a menos que se produzcan cambios apreciables, sobre el manejo del problema de la deuda.

En cuanto al sector interno tenemos que señalar que la aplicación de políticas de ajuste durante varios años va dejando cada vez menos espacio, y que estos ajustes en la mayoría de los casos se efectuaron a costa de un fuerte estreñimiento del coeficiente de inversión, comprometiendo seriamente las posibilidades de crecimiento.

Dentro de poco volveremos sobre estos puntos al hablar del futuro.

### C. COMENTARIOS SOBRE CIERTOS DESARROLLOS QUE PUEDEN PREVERSE EN UN FUTURO CERCANO

Los comentarios sobre el futuro podrían llevarnos mucho tiempo. Haremos, al menos, un repaso de algunos que nos parecen importantes en esta síntesis del tema de la deuda. Así veremos

- a. Un tema previo: el aspecto político de la deuda y
- b. El centro del problema en el futuro: crecimiento y transferencias.

Este aspecto nos llevará a profundizar ciertos elementos que son a nuestro juicio algunas condiciones básicas para la superación del problema. Entre ellos:

- b.1 el comportamiento de la economía mundial
- b.2 la reestructuración de las economías deudoras
- b.3 mecanismos de alivio financiero
- b.4 nuevas corrientes de capital
- b.5 mejoramiento de los contratos.

Pasemos entonces a desarrollarlos:

- a. Un tema previo: el aspecto político de la deuda

Un primer comentario que nos parece importante señalar es que el problema de la deuda no se limita a ciertas registraciones contables, cálculos aritméticos o a detalles técnicos y jurídicos vinculados a las reestructuraciones. Creemos que por su importancia es un tema de fuertes connotaciones políticas que tanto se dan en los países deudores como en los países acreedores. Por ejemplo en cuanto a los países deudores este tema aflora a través del diseño de las políticas de ajuste, las cuales, como hemos señalado, llevan en algunos casos cinco años de aplicación. En los países acreedores, por su parte, el tema político está presente en la posición de los propios contribuyentes contraria a aportar más fondos a los organismos internacionales. Toda la discusión de un soporte fiscal de alivio para la deuda muestra algunas contradicciones entre los intereses de los bancos en los países acreedores y los propios exportadores de sus países, en la medida en que estos últimos ven disminuidas sus posibilidades de ventas ante políticas de ajuste que facilitan el cobro de intereses por parte de los bancos. Naturalmente que las consideraciones que siguen no van a referirse a estos aspectos políticos, pero creemos que es importante señalar al menos sintéticamente la atmósfera en la cual se mueve la arena del problema de la deuda.

- b. El centro del problema en el futuro: crecimiento y transferencias

Creemos que el centro del problema de la deuda, de aquí en más, pasa por dos aspectos básicos, los cuales están en alta medida interrelacionados. Estos dos aspectos son:

Solamente con un crecimiento sostenido tanto de los países industrializados como de las naciones en desarrollo endeudadas, se podrán sentar bases razonables de soluciones al problema de la de-

da.

En este aspecto, los puntos b.1 y b.2 señalados, es decir el comportamiento de la economía mundial y la reestructuración de las economías deudoras, cobran especial importancia.

La transferencia de recursos desde los países deudores en la forma en que se ha producido, es difícil de mantener y, seguramente, deberán intensificarse esfuerzos para su reducción.

Estas transferencias netas pueden ser reducidas, como decíamos, por el alivio del servicio de la deuda y/o por nuevos ingresos de capital. Sobre este punto tienen interés particular los temas b.3, b.4 y b.5 citados, es decir, los mecanismos de alivio financiero, las nuevas corrientes de capital y el mejoramiento de los contratos.

Veamos entonces el desarrollo de los puntos que señalamos.

#### b.1 El comportamiento de la economía mundial

Complementando lo señalado antes sobre algunos problemas de la economía mundial podemos decir, en primer lugar que creemos indispensable que los países industriales más importantes asuman la responsabilidad de modificar sus políticas en la medida necesaria a efectos de eliminar las presiones anteriormente enunciadas. Si bien es cierto que ha habido un realineamiento significativo de los tipos de cambio de las principales monedas, no se percibe todavía que los gobiernos respectivos hayan corregido sus políticas fiscales y monetarias a fin de reducir la magnitud de los desequilibrios externos y lograr una tasa de crecimiento económico más alta y sostenida, que implique una mayor demanda para nuestras exportaciones. En este sentido, son particularmente preocupantes algunas proyecciones recientes que vaticinan que la tasa de crecimiento económico de los países industriales en 1987, sería aún menor que la magra tasa de 2 1/2 por ciento registrada en 1986. En este contexto, una reducción sustancial del déficit fiscal estadounidense que sea acompañada por un mayor es-

tímulo de demanda agregada en Alemania y Japón aparecen como indispensables para lograr un crecimiento de carácter más sostenido y armónico. En relación con este punto debe explorarse la posibilidad de que Alemania y Japón, países que se caracterizan por la vigencia de tasas de inflación sumamente bajas, adopten políticas monetarias y fiscales más expansivas, capaces de estimular la demanda por importaciones. Por otra parte, otra avenida a través de la cual los países industriales podrían contribuir al proceso de ajuste a nivel internacional sería a través de la reducción de las restricciones comerciales, en especial para aquellos países en desarrollo que están haciendo esfuerzos serios de ajuste. Parece claro también que la transferencia de recursos desde los países deudores, en la forma en que se ha producido, es difícil de mantener y seguramente deberán intensificarse esfuerzos para su reducción.

Ha habido varias reuniones entre los principales gobernantes con responsabilidades en el tema económico, empezando por la del Plaza en setiembre de 1985, buscando coordinar políticas.

¿Qué conclusiones podemos sacar en cuanto a perspectivas para el futuro?

En primer lugar, a partir del acuerdo de París ha habido una activa intervención, básicamente por parte de los bancos centrales, para mantener una cierta estabilidad de los tipos de cambio. Sin embargo, debemos reconocer que es obvio que este tipo de intervenciones no son un instrumento para períodos muy prolongados y que resultan insostenibles a menos que se adopten políticas económicas consistentes.

Los mercados, por ahora, no parecen tener aún señales claras de las acciones que se puedan desarrollar.

Muchas de las medidas propuestas tienen efectos que se desplazan en el tiempo, a la vez que políticamente no son fáciles de llevar adelante. Al igual que en nuestros países, la credibilidad de las políticas a adoptar es un punto de fundamental importancia para eva-

luar la posible reacción futura de los mercados. En este sentido, la recuperación de una reputación de responsabilidad fiscal puede llevar un período considerable, con repercusiones poco claras sobre la evolución de las tasas de interés real en dólares y, por consiguiente, sobre el problema de la deuda.

De lo dicho precedentemente, se deduce la necesidad de que los países industriales adopten rápidamente las políticas adecuadas, a efectos de proveer señales claras al mercado. Por lo tanto, creemos que no hay alternativas diferentes a que se concrete la estrecha cooperación comprometida en estas reuniones, única forma de estabilizar los mercados y de promover un mejoramiento de la situación de nuestros países.

#### b.2 Reestructuración de las economías deudoras

Parece también claro que junto con un mejoramiento de las condiciones internacionales deberían realizarse en las economías deudoras algunos esfuerzos tendientes a reestructurar sus economías. Estas reestructuraciones naturalmente pueden abarcar distintos aspectos; quisiéramos, por lo menos, señalar tres puntos en esta tarde.

i. En primer lugar, los ajustes fiscales. Pensamos que el problema de los aspectos comerciales vinculados a la deuda, que son naturalmente sumamente importantes, han hecho que no se pusiera el adecuado énfasis en el aspecto fiscal del problema de la deuda; es decir, en la generación de excedentes fiscales que atiendan el costo de la misma. De esta forma, recordando que el exceso del ahorro privado sobre la inversión privada se destina al financiamiento del déficit fiscal y del saldo favorable de la cuenta corriente, queda claro que las necesidades de una mayor inversión se ven seriamente comprometidas si no aparece un severo esfuerzo fiscal.

ii. Este va asociado a un segundo punto que también queremos señalar, que es el que se refiere a las reprivatizaciones. Naturalmente que éste no es un tema sencillo, es-

tá cargado por serias dificultades de carácter político, administrativo y jurídico, pero pensamos que es un esfuerzo en el que bien vale la pena insistir.

iii. Un último punto que quisiera señalar es el que tiene relación con una mayor liberalización de las economías, que sería tanto más potenciado en la medida en que los países industrializados no insistieran en sus políticas proteccionistas que a veces dificultan enormemente los esfuerzos de los países en desarrollo.

### b.3 Mecanismos de alivio financiero

Yendo más directamente al problema de las transferencias de recursos, el tema vinculado al alivio de la deuda aparece como significativo.

Este alivio se puede dar tanto a nivel del principal como de los intereses.

a. En cuanto al principal son muchas las opiniones que establecen la necesidad de que a los países altamente endeudados se les efectúen renovaciones permanentes de sus principales.

Recientemente Martin Feldstein de la Universidad de Harvard y ex-jefe de asesores económicos del Presidente Reagan, señalaba la necesidad de que hubiera permanentes "rollovers" de la deuda y que ésta sólo podría disminuirse a través de operaciones de "debt equity swaps" o de prepagos voluntarios de los países, obteniendo por ello el beneficio que resulta de la menor cotización en el mercado de sus documentos de adeudo.

b. En cuanto a los intereses es mucho lo que se ha hablado en materia de alivio en torno a ellos. Naturalmente que el alivio en materia de intereses tiene algunos requisitos importantes como que debe:

- i) tener cierta factibilidad para los bancos
- ii) tener un impacto significativo en los deudores y
- iii) tener cierta viabilidad política a nivel de los países acreedores.

Así han aparecido distintos planteos. Algunos de ellos señalan que los intereses deben basarse en

los costos; otros que la tasa de interés a pagar debería seguir un promedio histórico y estar vinculada al ingreso de divisas; otros que debería pagarse el componente real de la tasa de interés y no el componente inflacionario, otros que debería topearse el pago de intereses a un cierto porcentaje de las exportaciones o del producto. Así podríamos enumerar otras posibilidades vinculadas al alivio en materia de intereses.

En este tema hay corrientes de opinión que entienden que debería distinguirse entre deuda vieja (la que ha sido objeto de refinanciaciones), la que debería tener una tasa preferencial, y deuda nueva, la que debería tener tasa de mercado.

Sin embargo algunos analistas, como el propio Feldstein, señalan que los que tendrían que tener tasas preferenciales deberían ser los nuevos fondos y no los viejos fondos.

En suma, diríamos que el tema del alivio en materia de la deuda está siempre presente en las propuestas para disminuir la transferencia de recursos. La intensidad de este alivio diferiría mucho de un país a otro; así podríamos ver en un futuro cercano un alivio significativo en la deuda de algunos países africanos de muy bajos ingresos y, quizás, en algún país de nuestra América Latina. Hemos ido viendo además, una baja de los "spreads" en las últimas refinanciaciones de Argentina, México y Chile.

### b.4 Nuevas corrientes de capital

Decíamos que las transferencias netas pueden ser reducidas por alivio en el servicio de la deuda y, también, por nuevos ingresos de capital.

Como una primera aproximación pensamos que los países endeudados deberían buscar que su nivel de deuda no creciera en términos reales, con lo cual, suponiendo un cierto crecimiento del producto y una proporción constante entre las exportaciones y éste, veríamos mejorar algunos indicadores vinculados a la deuda.

Lo que aparece más factible en

cuanto al flujo de capitales en un futuro cercano es el que tiene relación con las fuentes multilaterales (Banco Mundial, Banco Interamericano de Desarrollo, Banco Africano de Desarrollo, etc.) así como el que proviene de canales bilaterales.

Creemos que los bancos no deberían retirarse de este influjo de nuevos capitales. Lo que es para nosotros un punto muy importante, y queremos resaltar, es el que se refiere al retorno de los capitales fugados de los países en desarrollo. Esto se logra, naturalmente, con estabilidad política y económica, aplicando políticas económicas sanas y que tengan permanencia en el tiempo. Pero lo que es claro, mirando los fondos fugados de los países endeudados, es el impacto que un reflujo de esos capitales podría tener.

En el caso de nuestro país, donde entre los años 1981 y 1984 habían fugado alrededor de 2 mil millones de dólares, entre los años 1985 y 1986 se produjo un retorno de 400 millones de dólares. Esto ha permitido disminuir sensiblemente la transferencia de recursos y ha fortalecido nuestras cuentas externas.

### b.5 Mejoramiento de los contratos

Por último quisiéramos hacer algunas consideraciones sobre los contratos de refinanciación externa. Si bien reconocemos que es un tema complejo, desearíamos señalar que los contratos de deuda externa no deben propender o incentivar los riesgos por "decaimiento moral". Es decir, el incumplimiento no debería ser la práctica habitual para mejorar las condiciones contractuales de la deuda, sino que, por el contrario, debería ser importante buscar incentivos en cuanto a las condiciones para aquellos países que están haciendo un puntual cumplimiento de sus obligaciones. Es de esperar que en un futuro se efectúen mejoras sustanciales en esta línea de pensamiento.

Bien, éstas eran las principales consideraciones que quisiéramos hacer en la tarde de hoy para promover una discusión sobre el tema.