

Cr. Ricardo Pascale

“Reducir la deuda en base a operaciones de mercado”

El pasado 13 del corriente, el Cr. Ricardo Pascale, presidente del Banco Central, participó en una jornada organizada por la publicación especializada “Guía Financiera” para referirse al “Escenario económico internacional”.

En la oportunidad, el destacado técnico efectuó un detallado análisis de la evolución de la economía mundial y de las perspectivas para el año entrante. Analizó, también, los más recientes acontecimientos en el tratamiento de la deuda externa. Por considerarlo de sumo interés para nuestros lectores, reproducimos a continuación la citada conferencia.

Luego del “crash” bursátil de octubre del año pasado, se revisan los pronósticos de evolución del producto de los países industrializados hacia la baja. Sin embargo, ya avanzado 1988, se ha podido constatar que, por el contrario han experimentado un crecimiento. De esta forma, las proyecciones para el fin del año se aproximan al 4%, contra 3% proyectado originariamente. Oscilando entre cerca de un 6% en Japón a un 2,5% en Alemania y los Estados Unidos.

Diversos factores parecen haber contribuido a este mejoramiento de la performance del producto. Entre ellos, podemos citar los efectos rezagados de la evolución de los tipos de cambio ocurrida en los últimos años y de los términos de intercambio, una vez que los sectores beneficiados comenzaron a superar su primer momento de retracción, la existencia —al menos por un cierto tiempo— de políticas monetarias expansivas y de bajas tasas de interés, un “efecto riqueza” que fue mucho menos negativo de lo originariamente previsto, la baja en los precios del petróleo y un reforzamiento de la confianza debidas de una mayor coordinación de políticas y estabilidad de los tipos de cambio. Estos factores en

El desbalance entre los tres grandes países industriales, Estados Unidos, Japón y Alemania, parecen haber comenzado a caminar por una senda de mejoría. Sin embargo, deberá operar hasta ya entrada la próxima década para que persistiendo en los actuales esfuerzos, esa mejoría sea notoria. Mientras tanto, el déficit previsto en la cuenta corriente para Estados Unidos se espera que sea para 1988 de 2,9% del Producto Nacional Bruto y el superávit de Japón y Alemania de 2,8 y 3,5% respectivamente. Estos porcentajes habían sido en 1987 en Estados Unidos de -3,4% sobre el producto nacional bruto y en Alemania y Japón el 4 y 3,6% respectivamente.

Por el contrario, la situación general en cuenta corriente de los países en desarrollo se supone que verá un empeoramiento en 1988, con respecto a 1987, acentuando aún en 1989. En buena medida ello debido al comportamiento de los precios del petróleo y de las tasas de interés.

Los términos de intercambio han mostrado, en promedio, una evolución muy desigual en el correr de 1988. En los países exportadores de petróleo declinarán un 10,4%, en los países no exportadores de petróleo crecen un 0,7% y en los industrializados suben un 1%. Ello es producto de la evolución de algunos precios importantes como ser el petróleo, las inversiones industriales y materias primas agrícolas.

La inflación en los países industrializados se mantendrá, a pesar de algunas preocupaciones iniciales en el orden del 3% (en Alemania 1,8 y en Japón menos de 1%) con una cierta tendencia hacia un leve aumento sobre 1989, en los países en desarrollo asistimos a un recrudescimiento fuerte de la inflación que

una mayor coordinación de políticas y estabilidad de los tipos de cambio. Estos factores no se dieron por igual en todos los países, incluso a veces se ha dado con diferente signo entre ellos.

Muchos observadores estiman que una buena parte de estos factores operan transitoriamente y, sobre esa hipótesis de trabajo prevén un crecimiento algo menor para los países industrializados para 1989, a menudo situado entre 2,8 a 3%. En el caso de los países en desarrollo, con grandes diferencias entre ellos, parecen no haberse beneficiado demasiado durante 1988 del crecimiento de los países industrializados.

El crecimiento estimado en ellos para 1988 oscila en torno al 3,5%, pero como decíamos con grandes diferencias entre ellos, dependiendo de sus principales exportaciones, políticas aplicadas, etc.

De esta forma los países de ingreso medio altamente endeudados (*) se espera un crecimiento de un promedio del 2,5% en su producto, en tanto que los países de ingreso medio sin problemas importantes de deuda lo harán al 6%. En el extremo superior aparecen los denominados nuevos países industrializados (Hong Kong, Corea, Singapur, Taiwan) con un promedio del 8% para 1988 y seguridad para 1989.

Las causas en la escasa obtención del beneficio del crecimiento experimentado en los países industrializados por parte de estos países, puede encontrarse entre otros factores, en las políticas instrumentadas en muchos de ellos (el aumento de la inflación fue muy marcado), los precios del petróleo que afectaron positivamente a algunos y a otros negativamente, el incremento de las tasas de interés y el servicio de la deuda en general y el precio de las "commodities" que ha impactado en forma muy desigual a estos países.

Para 1989, no deberían esperarse cambios significativos en el crecimiento de los mismos.

COMERCIO E INFLACION

El comercio internacional ha experimentado también, un crecimiento durante 1988. En términos reales se supone que lo hará al 7%, esperándose que en algunos países como Japón, lleguen las importaciones al 15%.

Algunas estimaciones, sitúan el crecimiento para 1989 en el orden del 5%, siempre en términos reales.

un recrudescimiento fuerte de la inflación que pasaría de un 40% en 1987 a un 50% en 1988.

Estas cifras para los países de nuestro continente son aún más preocupantes, pasando de 130% en 1987 a 230% en 1988, tomando promedios ponderados por los productos respectivos.

Entrando en el tema de las paridades cambiarias podemos efectuar un breve recordatorio de algunos puntos importantes.

Ya desde comienzo de 1985, se apreciaban fuertes disimilitudes entre las corrientes comerciales de USA, Alemania y Japón. A esto debemos agregar distintos comportamientos fiscales y monetarios.

Hacia febrero-marzo de 1985 el dólar llega a su punto de máxima fortaleza, con un tipo de cambio de 3,30 para el marco y de 260 para el yen.

En aquel contexto sobreviene el acuerdo del Plaza, en setiembre de 1985 en donde se decide la depreciación del dólar. En ese momento estaba a 2,84 con el marco y a 236,95 con el yen.

Un año y medio después (en febrero de 1987) su cotización se situaba en 1,826 y 154,48 frente al marco y al yen respectivamente. Allí sobreviene el Acuerdo del Louvre, en donde se decide promover una coordinación de políticas con miras a efectuar un "aterrizaje suave" del dólar.

En el interin, los déficits gemelos de USA no habían mostrado síntomas de mejoría y las expectativas comenzaron a operar en contra y el dólar siguió cayendo. La Reserva Federal subió las tasas de interés buscando retomar el lento devenir previsto para el dólar. La tasa de interés para los bonos a largo plazo llega al 10% anual y en octubre de 1987 se produce el "crash" de la Bolsa.

La acción del Federal Reserve Bank fue rápida y certera. No nos vamos a referir a los detalles que explicáramos en diciembre del año pasado. Si, es necesario recordar que entre otras estrategias amplió la cantidad de dinero buscando operar sobre la tasa de interés.

El dólar sigue cayendo, y llega a fines de 1987 a 1,51 y a 121 con el marco y el yen respectivamente.

La coordinación de políticas continúa efectuándose, la economía —como ya hemos señalado— empieza a tonificarse y los temores de un rebrote inflacionario comienzan a hacerse sentir.

Maurice Allais, primer francés Nobel en Economía

PARIS, (EFE). — El economista francés Maurice Allais, de 77 años, que fue galardonado con el Premio Nobel de Economía, ha dedicado sus últimos trabajos al estudio de las teorías de mercado y la utilización eficiente de los recursos. Es el primer francés que obtiene este reconocimiento.

Nacido el 31 de mayo de 1911 en París, Maurice Allais cursó estudios en liceos parisinos antes de entrar en la Escuela Politécnica y conseguir el título de Ingeniero del Cuerpo de Minas.

A partir de 1937, Allais dedicó su carrera a la enseñanza y a la investigación, siendo, desde 1944 hasta hoy día, profesor de análisis económico en la Escuela Nacional Superior de Minas de París.

El Premio Nobel 88 de economía es también director de investigación del Centro Nacional de Investigación científica y director del Centro Francés de Análisis Económico.

Maurice Allais es miembro, entre otras, de la Sociedad Internacional de Econometría, del Instituto Internacional de Estadísticas y delegado general para el Movimiento por una sociedad libre.

Autor de numerosas obras, entre las cuales figuran "Economía e interés", "Los fundamentos de la macroeconomía", "The Role of Capital in Economic Development" o "En busca de una disciplina económica". Maurice Allais sentó las bases de una escuela de economistas franceses, aplicando sus teorías a la gestión de los grandes monopolios.

Maurice Allais ha sido galardonado ya con numerosos premios, entre ellos el Premio a la Academia de Ciencias Morales y Políticas en 1954 o la Medalla de Oro del CNRS (Centro Nacional de Investigación científica).

Está casado desde 1959 y tiene tres hijos.

los 68 años. Es absurdo, es una política totalmente suicida", dijo Allais a la emisora.

"He logrado hasta ahora, aunque tenga 77 años, mantener mis trabajos y espero poder seguir haciéndolo", agregó el Premio Nobel de Economía 1988.

La Escuela Nacional Superior de Minas de París, en la que trabaja el galardonado, ha manifestado asimismo su satisfacción por la atribución del Premio a Maurice Allais.

Uno de los colaboradores del economista comentó por su parte que "Maurice Allais había previsto el crac de octubre del año pasado unos meses antes de que ocurriera, en un estudio publicado en mayo de 1987 que trataba de las condiciones monetarias de una economía de mercado.

TRES CONTRIBUCIONES

Maurice Allais, ha hecho tres aportaciones importantes a la ciencia económica, según declaró hoy Jacques Lautman, director de Ciencias Humanas en el Centro Nacional de Investigaciones Científicas (CNRS).

Según Lautman, Allais ha facilitado desde 1943 "una base muy fuerte a los antidirigistas, al establecer un vínculo entre el equilibrio de la multitud de decisiones individuales y la eficacia máxima".

El Premio Nobel ha establecido, asimismo, que el tipo de interés más favorable para la inversión es el que se acerca más a la tasa de crecimiento de la actividad económica, por consiguiente, el más débil posible en periodo de crecimiento moderado.

Finalmente —siempre según Lautman— Allais probó, en los años 50, que la alternativa racional no es forzosamente la que ofrece la probabilidad de ganancia más fuerte —como

En estas circunstancias, la Reserva Federal hace más severa su política monetaria asistiendo a subas en las tasas de interés. De esta forma comienza un repunte el dólar habiéndose, aparentemente, estabilizado sobre los 1.80/1.90 con el marco y los 130/135 con el yen.

Sobre el valor del dólar, el debate se sitúa en dos principales corrientes.

Una primera, basada en la partida de los poderes de compra asentada en la "ley de un solo precio". Bajo ese enfoque varias estimaciones sitúan al dólar en un entorno de DM 2.05 a 2.20 y entre 180 y 200 yens. Esta línea de pensamiento que tiene como uno de sus principales exponentes al Prof. Ronald Mac Kinnon de la Universidad de Stanford, estima que el dólar está subvaluado, con lo que una canasta de bienes sería más barata en USA y que, por tanto, debería haber una apreciación del tipo de cambio real, lo que podría obtenerse moviendo su valor nominal o con mayor inflación.

En el pensamiento de Mac Kinnon está presente que la política monetaria no tendría efectos significativos para corregir el desequilibrio externo y que el esfuerzo debe centrarse en mejorar la insuficiencia de ahorro que tiene la economía norteamericana para lo que, la reducción del déficit fiscal sería el tema a abordar.

Otra escuela de pensamiento, entiende que el dólar debería seguir buscando su nivel hasta encontrar un saldo sostenible de la cuenta corriente. En cierta forma esta corriente entiende, que a causa de barreras comerciales, preferencias de los consumidores, etc. el tipo de cambio de equilibrio difiere del tipo de cambio de paridad de poder de compra. De allí en adelante numerosos modelos han buscado mostrar cual es el valor del dólar que mantendría constante el nivel de

vicio de deuda a exportaciones de bienes y servicios al 20%. Si estas cifras se calculan para países en desarrollo del hemisferio occidental ellas eran 340% y 38% respectivamente.

Es el primer año, desde la aparición de la crisis de la deuda que estos indicadores muestran una mejoría, aunque muy lejos de los que existían hacia 1982, en donde eran para todos los países en desarrollo 119% y 19% para el conjunto de países en desarrollo.

Sin embargo, la situación de los países endeudados dista mucho de ser la deseable.

Habiendo ubicado el tema en términos cuantitativos, pensamos que sería útil pasar a efectuar algunos comentarios. Con respecto al tema de la deuda, en la reunión de Berlín del Fondo Monetario Internacional y del Banco Mundial esta ocupó el mayor tiempo. Frecuentemente más tiempo dedicado a un tema no es sinónimo de avances efectivos.

La situación actual —para los países de ingresos medios— puede resumirse, como ya hemos señalado, de la siguiente manera:

—Resultaría difícil encontrar posiciones que no reconozcan que existe hoy después de seis años de la irrupción del problema de la deuda, una "fatiga" del tratamiento y ajuste por causa de la misma, con todas las connotaciones que ello implica.

—Percibimos, asimismo, una opinión generalizada en la idea de que debería incentiarse por todas las vías posibles, una reducción de la deuda sobre la base de operaciones de mercado y en una aproximación caso por caso. El tono del discurso ha cambiado, pero la realidad sigue siendo preocupante. Asimismo aparece con bastante extensión y claridad la idea de que no deben transferirse los riesgos del sector privado al sector público. Dentro de las ideas planteadas en esta

problema. De allí en adelante numerosos modelos han buscado mostrar cual es el valor del dólar que mantendría constante el nivel de deuda/PNB o de mantener un déficit en cuenta corriente igual que el influjo neto de capitales privados.

Más allá de muchas discrepancias algunos puntos, quizás, aparecen con un cierto consenso.

—En un futuro cercano aparece como muy probable que el dólar frente al yen y el marco se mantenga en torno a los niveles señalados.

—La tasa de interés en dólares en este contexto no debería bajar en promedio y es probable que pueda verse alguna cierta presión alcista. En buena medida también dependerá de la evolución de las mismas en Alemania y Japón.

—La reducción del déficit fiscal aparece como una prioridad para los distintos enfoques que se hacen. Es probable que si se redujera, también las diferencias entre la posición de Mac Kinnon y la otra expuesta prácticamente se eliminarán.

—En esta misma línea, existen apreciables concordancias, que seguir dejando caer el dólar, puede provocar presiones inflacionarias.

—No parece obvio que existan cambios drásticos en la política fiscal y, seguramente el ajuste de ambos déficits en Estados Unidos tome tiempo. En este caso, muchos analistas, convienen en esperar como tendencia a mediano plazo una corrección hacia la baja en el caso del dólar.

—Todo este escenario en una perspectiva de mediano plazo que parece tener mucho adeptos. Sin embargo, más en el corto plazo, los próximos acontecimientos políticos en USA, deben seguirse muy de cerca, ya que pueden eventualmente provocar algún tipo de distorsiones temporarias hasta que las expectativas se formen adecuadamente una vez que la próxima administración defina su política.

LA DEUDA

Ingresando a efectuar algunos comentarios sobre la deuda, haremos referencia primero a ciertos aspectos cuantitativos. Hacia fines de 1987, la deuda externa de los países en desarrollo llegaba a 1.200.000 millones de dólares, estimándose, que a fines de 1988 ascienda a US\$ 1.250.000 millones de dólares.

El ratio deuda a exportaciones de bienes y servicios llegaba en 1987 y 158% y el de ser-

vos del sector privado al sector público. Dentro de las ideas planteadas en esta reunión quizás una de las que alcanzó mayor relieve fue la formulada por Japón que procura brindar un mayor financiamiento y busca nuevos caminos para captar el descuento del mercado.

—Sin embargo, debe quedar claro que no existe consenso entre las naciones industrializadas sobre la profundidad y modalidad de esta reducción. En todo caso, lo que parece claro es que las soluciones de carácter general no son realizables en lo que es el campo de la deuda. Por lo que, con algunas variables y mejoras el enfoque del "muddling through" parece seguir predominando.

PROPUESTA DE JAPON

Creemos asimismo que merece una mención la propuesta japonesa, la que tiene dos grandes líneas.

Una primera, por la cual estarían dispuestos a extender nuevos financiamientos adicionales en forma paralela con los del Fondo Monetario Internacional a través del Export Import Bank of Japan, en la forma de préstamos no vinculados, en una base de caso por caso y destinados a países endeudados de ingresos medios en apoyo a programas de ajuste estructural de mediano plazo.

Una segunda vertiente de los planteos de Japón es que los países, en una aproximación caso por caso, que tengan un programa con el Fondo Monetario Internacional reciban fondos de los gobiernos y de fuentes multilaterales para cumplirlos y puedan convertir en Bonos parte de la deuda con los Bancos que sería respaldada con una reserva en fideicomiso en el Fondo, fundada con recursos propios del país.

Con ello los países captarían todo o buena parte del descuento del mercado con lo que reducirían su deuda.

En nuestra opinión, la propuesta japonesa significa evidentemente un paso adelante con miras a apoyar dos de los grandes temas de la deuda, esto es, por un lado, la reducción de la misma y por otro lado la obtención de nuevo financiamiento. Tenemos la esperanza de que este tipo de propuesta pueda empezar a tener ya casos concretos de aplicación.

En el ámbito latinoamericano creemos importante resaltar algunos aspectos señalados por el ministro de Hacienda mexicano, Gustavo Petricioli, cuando habló en nombre de los

Está casado desde 1960 y tiene una hija, Christine.

LA JUBILACION

En declaraciones a la emisora "France-Info", Maurice Allais, tras manifestar su satisfacción por haber sido nombrado Premio Nobel, comentó que la dotación —400.000 dólares— le permitirá continuar sus trabajos.

"Ya conocéis la legislación vigente en Francia. Los investigadores deben jubilarse a

países de América Latina.

El ministro Petricioli señaló que la estrategia original para el tratamiento de la deuda externa descansaba en el ajuste de los países deudores, en un sostenido crecimiento de la economía mundial, en corrientes adicionales de financiamiento bancario privado y en una mayor participación en los nuevos recursos financieros multilaterales. En su alocución, señalados por el Ministro de Hacienda mexicano, Gustavo Petricioli, cuando habló en nombre de los países de América Latina.

El Ministro Petricioli señaló que la estrategia original para el tratamiento de la deuda externa descansaba en el ajuste de los países deudores, en un sostenido crecimiento de la economía mundial, en corrientes adicionales de financiamiento bancario privado y en una mayor participación en los nuevos recursos financieros multilaterales. En su alocución, señaló que estos supuestos no todos se cumplieron en la medida esperada, por lo que propuso a la comunidad internacional, considerar un "pacto internacional para el desarrollo". En este pacto, el aspecto fundamental es conciliar por un lado la reducción de la deuda externa y por el otro la existencia de nuevos flujos de financiamiento para el desarrollo. Sobre esta base el planteo se desarrolló en diez puntos principales entre los cuales cabe mencionar, que deberán continuar los programas de ajuste de los países endeudados, pero propiciando de manera explícita el crecimiento. Otro aspecto destacado es la necesidad de una canalización suficiente de recursos financieros del Fondo Monetario Internacional, del Banco Mundial y del Banco Interamericano de Desarrollo, de las reestructuraciones multianuales del Club de París, y de financiamientos de la banca comer-

probabilidad de aumento más fuerte —como lo afirmaban los economistas Von Neumann y Morgenstern— y que aquélla debe tener también presentes las reacciones de los otros agentes económicos.

"Allais ha resumido esa dimensión psicológica en una 'paradoja', al indicar que 'cuanto menor es el riesgo, más se huye de él', precisa Lautman.

Cuantos modelos al respecto estableció Allais, fueron utilizados para estudiar las evoluciones bursátiles, agrega el director científico del CNRS.

cial que compensen al menos el pago de capital e intereses. Otro punto importante es la necesidad de que se profundicen las operaciones de reducción de deuda externa de carácter voluntario, al mismo tiempo que se otorguen por parte de los Organismos Internacionales y/o los países industrializados financiamientos o garantías a estos efectos. Asimismo, señaló la necesidad de que las autoridades de los países acreedores revisen sus marcos normativos en el campo de la regulación bancaria y fiscal para no desincentivar las operaciones de reducción de deuda. Por otra parte, señaló que los países industrializados con superávit estructural de Balanza de Pagos deberán establecer facilidades que contribuyan a un mayor financiamiento global o promuevan las operaciones de reducción de deuda externa.

Dos de las propuestas señaladas por el Ministro Petricioli quizás deberían ser subrayadas. Estas son:

Los organismos internacionales y los países industriales deberían otorgar estos apoyos, teniendo en cuenta caso por caso y la medida de los ajustes que hayan realizado, así como que:

En la próxima reunión del GATT en Montreal, se deberán poner en práctica los mecanismos de acceso a los mercados vinculados al pago de las obligaciones financieras.

* En ello se incluyen habitualmente a Argentina, Bolivia, Chile, Colombia, Costa de Marfil, Ecuador, México, Marruecos, Nigeria, Perú, Filipinas, Uruguay, Venezuela y Yugoslavia.