

Unidad 10

- La Crisis de la Deuda en los Países en Desarrollo.

La Crisis de Deuda de los Países en Desarrollo

Durante la década de 1980, el mundo en desarrollo experimentó una crisis económica que no tiene precedentes desde la Gran Depresión de los años 30. Esta crisis ha sido de tal magnitud que muchos analistas se refieren a los años 80 como la década perdida para el desarrollo económico del Tercer Mundo. Decenas de países, especialmente en África y América Latina, sufrieron abruptas declinaciones del ingreso per cápita a comienzos de los 80, declinaciones que en muchos casos no llegaron a revertirse en toda la década. De este modo, hay países que llegaron al final de los 80 más pobres que al comenzar esa década.

Casi todos los países en desarrollo que experimentaron severas aflicciones económicas en la década pasada tenían al menos una cosa en común —una deuda externa muy grande y, por lo tanto, una pesada carga por el servicio de la deuda. El coeficiente de deuda externa al PIB, una medida del peso de la deuda, se muestra en el cuadro 22-1 para diferentes regiones del globo. Este coeficiente creció en todas las regiones durante los años 80, pero, como lo revela el cuadro, las cargas de deuda más pesadas se encontraban en África y América Latina, que experimentaron las peores crisis.

Comúnmente se fija el inicio de la crisis de deuda del mundo en desarrollo en agosto de 1982, cuando el gobierno de México dejó atónito al mundo financiero al anunciar que no podría dar cumplimiento a sus compromisos de deuda de acuerdo a lo pactado. Varios países, como Jamaica, Perú, Polonia y Turquía, ya habían caído en una crisis de deuda antes de esa fecha, pero ahora decenas de países siguieron rápidamente el ejemplo de México reconociendo sus profundas dificultades para seguir pagando su deuda. Una década después del impactante anuncio del gobierno mexicano, muy pocos de estos países se han recuperado.

En el mundo en desarrollo, la crisis de deuda sigue siendo un obstáculo crucial para el progreso económico. En este capítulo, utilizamos algunas de las herramientas que hemos desarrollado antes en este libro para explicar la crisis de deuda —sus orígenes y sus efectos sobre los países en desarrollo, sus repercusiones sobre los bancos comerciales que prestaron gran parte del dinero y sus posibles soluciones.

22-1 UNA VISIÓN GLOBAL DE LA CRISIS DE DEUDA

Un aspecto notable de la crisis de deuda es la fuerza de su impacto sobre las economías en desarrollo de ingreso mediano en América Latina, mientras que al mismo tiempo casi pasaba por alto a las economías de ingreso mediano en Asia del Este. Comparemos, por ejemplo, la evolución del PIB y la inflación en las dos regiones, como se muestra en el

CUADRO 22-1

EVOLUCIÓN DE LA CARGA DE LA DEUDA EN EL MUNDO EN DESARROLLO, 1973-1989 (SEGÚN EL COEFICIENTE DEUDA-PIB, PORCENTAJE)																	
	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Países en desarrollo*	22.4	21.8	23.8	25.7	24.9	25.6	24.7	24.4	27.8	31.0	32.9	33.9	35.6	37.8	37.5	34.7	31.8
Por región																	
Africa	19.4	19.6	21.6	25.8	31.4	32.4	30.6	28.3	31.4	34.9	37.6	41.3	45.6	48.6	48.3	47.6	49.7
Asia	19.7	18.9	20.4	22.4	17.2	15.9	16.7	17.2	18.6	21.9	23.1	24.0	26.4	29.5	28.3	26.1	22.3
Europa	24.5	23.1	22.8	24.6	21.6	23.7	30.9	29.1	34.2	32.8	34.3	36.3	40.3	41.0	44.8	42.4	40.4
América Latina	23.0	22.8	25.5	26.4	29.0	31.8	32.2	34.5	39.8	43.0	46.8	46.4	45.4	44.1	43.7	38.7	36.7

* De 1973 a 1976, se refiere a los países en desarrollo no productores de petróleo; 1977 se refiere a los países en desarrollo endeudados; 1978 se refiere a los países en desarrollo importadores de capital. De 1979 a 1989, se refiere a todos los países en desarrollo.

Fuente: *International Monetary Fund, World Economic Outlook, Washington, D.C., varias ediciones.*

CUADRO 22-2

DESEMPEÑO MACROECONÓMICO DE AMÉRICA LATINA Y ASIA DEL ESTE, 1970-1988					
País	Crecimiento del PIB (%)		Inflación (%)		PIB per cápita en 1988 (dólares)
	1970-81	1981-88	1970-81	1981-88	
América Latina					
Argentina	1.6	-0.8	130.8	340.1	2,520
Brasil	7.6	2.4	40.5	254.2	2,160
Chile	2.8	2.1	42.7	19.7	1,510
México	6.7	0.7	17.5	70.1	1,760
Perú	3.4	0.7	33.8	213.9	1,300
Venezuela	3.7	1.2	9.1	21.5	3,250
Colombia	5.2	3.3	21.7	23.1	1,180
Promedio	4.4	1.4	42.3	134.7	1,954
Asia del Este					
Indonesia	8.0	4.9	17.0	8.7	440
Corea	8.1	9.4	16.7	6.0	2,690
Malasia	7.8	5.0	6.2	3.3	3,600
Singapur	8.7	6.5	6.1	2.1	9,070
Tailandia	7.1	6.1	10.0	4.2	1,000
Filipinas	5.9	1.1	13.5	13.8	630
Promedio	7.6	5.5	11.6	6.4	2,905

Fuentes: El producto geográfico bruto es de *Data Resources International, Inc. (DRI)*, International Data Base, basado en fuentes propias de cada país, e *International Financial Statistics, International Monetary Fund*. La inflación es la tasa promedio anual entre las fechas indicadas, en base al índice de precios al consumidor de *IFS*. El PIB per cápita es de *World Development Report, The World Bank, 1989*.

cuadro 22-2. América Latina cayó en una profunda crisis, en tanto que Asia del Este en gran medida escapó de ella. Una de nuestras metas será explicar por qué algunas economías sucumbieron ante estos problemas y otras no.

La crisis de deuda no sólo amenazaba con la ruina a los países deudores, sino también a las propias instituciones financieras acreedoras, que eran principalmente grandes bancos comerciales internacionales. Como observó Keynes en una oportunidad, “si uno le debe a su banco \$100, uno está en problemas; pero si uno le debe a su banco \$1 millón, entonces es el banco el que está en problemas”. En esta ocasión no estaba en juego simplemente \$1 millón. Se trataba, por el contrario, de cientos de miles de millones de dólares, más que todo el capital de los mayores bancos del mundo. Las perspectivas de incumplimiento de las grandes naciones deudoras creaban el fantasma de insolvencias masivas entre los bancos comerciales más importantes del mundo.

De hecho, como veremos, los países deudores no incurrieron, en general, en incumplimiento de sus préstamos, al menos no durante los primeros años de la crisis. Por el contrario, continuaron por muchos años sirviendo sus deudas, incluso con gran sacrificio para la estabilidad económica interna. Como resultado, los acreedores bancarios recuperaron en gran medida su solidez financiera durante los años 80 y se encontraban a fines de la década en una posición más fuerte para aceptar reducciones negociadas en la carga de deuda de los países en desarrollo. Sin embargo, algunos de los bancos principales todavía están en dificultades financieras como resultado de préstamos domésticos morosos además de las deudas problemáticas de países en desarrollo.

Pero la secuela más severa de la crisis de deuda la constituyen sus efectos sobre los sectores más necesitados del mundo en desarrollo, los pobres en general y los niños en particular. El sufrimiento absoluto más grande a causa de la crisis ha ocurrido en los países africanos de bajo ingreso. Muchos habitantes de estos países ya vivían en el límite de subsistencia antes del golpe de la crisis y, en los países más pobres, el colapso del desarrollo económico en los años 80 trajo consigo un brusco ascenso de las tendencias en mortalidad infantil, desnutrición infantil y otras calamidades relacionadas, como se describe en el recuadro 22-1.

Recuadro 22-1

El desarrollo social y la crisis de deuda

En 1987, el Fondo de las Naciones Unidas para la Infancia (UNICEF) previno que el desarrollo social estaba siendo puesto en marcha atrás en muchos países por la crisis de deuda.¹ En particular, hay un número creciente de niños que no satisfacen de forma adecuada sus más básicas necesidades. Esto es especialmente trágico porque, a edad temprana, deficiencias de este tipo provocan daños *permanentes*. Por supuesto, el problema es urgente desde un punto de vista moral. Pero desde la perspectiva del crecimiento futuro, también es una grave preocupación, en cuanto el capital humano de una población —su salud y sus logros educacionales— es uno de los factores claves para el desarrollo

¹ UNICEF, *The State of the World's Children, 1989*, Oxford University Press, Oxford, 1989.

económico. Los retrocesos sociales de los años 80 proyectan una larga sombra sobre la futura salud económica del mundo en desarrollo.

Con el deterioro de las condiciones económicas, los gobiernos se han encontrado con recursos disminuidos y el gasto fiscal ha caído. Las asignaciones para programas sociales dentro del gasto fiscal han experimentado severos cortes, en parte porque, a diferencia de otros sectores de la sociedad, los pobres carecen de medios efectivos de influencia que los protejan contra las reducciones de gastos. En consecuencia, durante los años 80 la parte del gasto fiscal destinada a salud y educación ha caído en la mayoría de los países en desarrollo de Africa y América Latina. Durante el mismo período, en cambio, la parte del gasto oficial total que se destina a defensa tendía a aumentar, como se muestra en el cuadro 22-3.

Incluso modestas reducciones en el ingreso y en los programas sociales producen severos efectos en los muy pobres, que gastan el 75 por ciento o más de su ingreso disponible sólo en alimentación. Pero los cortes en los programas y las reducciones en el ingreso para los pobres no han sido modestas, sino severas. A través de Africa y América Latina, múltiples centros de salud se han cerrado o han perdido efectividad por falta de personal calificado y de suministros médicos básicos. Incluso en países latinoamericanos que no están entre los más pobres del mundo, la situación ha sido tan mala que sus servicios de salud no han tenido recursos para adquirir vacunas. Esto es lo que efectivamente ocurría en Ecuador, Panamá, Paraguay y Perú a comienzos de 1989. El gasto en infraestructura y materiales educacionales (edificios escolares, libros y otros) también ha caído en forma significativa y la austeridad fiscal ha llevado a grandes reducciones de profesores.

Con el crecimiento económico detenido o incluso revertido por la crisis en la mayor parte de Africa y América Latina, los gastos sociales han sufrido y los indicadores sociales han empezado a deteriorarse. En las palabras de UNICEF,

El peso promedio por edad de los niños más pequeños, un indicador vital de crecimiento normal, está cayendo en muchos de los países para los que se dispone de cifras. En las 37 naciones más pobres, el gasto per cápita en salud se ha reducido en 50% y en educación en 25%, durante estos últimos años. Y en casi la mitad de los 103 países en desarrollo para los que se cuenta con información reciente, la proporción de niños de 6 a 11 años enrolados en la escuela primaria está bajando en la actualidad.

En otras palabras, son los niños los que están soportando la carga más pesada de la deuda y la recesión de los años 80. Y, como trágico resumen, puede estimarse que al menos medio millón de niños pequeños ha muerto en los últimos doce meses como resultado de la disminución o la reversión del progreso en el mundo en desarrollo.²

22-2 LOS ORÍGENES DE LA CRISIS DE DEUDA

No es tarea sencilla explicar por qué ocurrió la crisis de deuda. Como normalmente sucede con los fenómenos complicados, no existe un factor único que permita explicar la crisis de deuda. La extensión de la crisis proporciona, sin embargo, una clave crucial. El hecho de que

² *Ibid*, p. 1.

CUADRO 22-3

GASTO OFICIAL EN EDUCACIÓN, SALUD Y DEFENSA EN PAÍSES EN DESARROLLO, 1972 VERSUS 1988 (PORCENTAJE DEL GASTO OFICIAL TOTAL)						
	Educación		Salud		Defensa	
	1972	1988	1972	1988	1972	1988
Ingreso bajo						
Bangladesh*	14.8	10.6	5.0	5.0	5.1	10.0
Burkina Fasso	20.6	14.0	8.2	5.2	11.5	17.9
Kenya	21.9	21.5	7.9	6.1	6.0	9.2
Malawi	15.8	10.0	5.5	5.9	3.1	5.6
Pakistán	1.2	2.6	1.1	0.9	39.9	29.5
Sri Lanka	13.0	7.8	6.4	5.4	3.1	9.6
Tanzania*	17.3	8.3	7.2	5.7	11.9	15.8
Uganda	15.3	15.0	5.3	2.4	23.1	26.3
Ingreso mediano bajo						
Bolivia	31.3	18.4	6.3	1.9	18.8	14.5
Chile	14.3	12.0	8.2	6.3	6.1	10.4
México	16.4	7.4	4.5	1.1	4.5	1.4
Marruecos	19.2	17.0	4.8	3.0	12.3	15.1
Perú	23.6	15.3	5.5	5.8	14.5	20.0
El Salvador	21.4	17.1	10.9	7.1	6.6	25.7
Túnez	30.5	14.6	7.4	5.9	4.9	5.7
Turquía	18.1	12.7	3.2	2.4	15.5	10.4
Ingreso mediano alto						
Argentina	20.0	6.9	—	2.1	10.0	6.9
Corea	15.8	19.0	1.2	2.2	25.8	27.1
Omán	3.7	10.7	5.9	4.8	39.3	38.2
Uruguay	9.5	7.1	1.6	4.8	5.6	10.2
Venezuela	18.6	19.6	11.7	10.0	10.3	5.8

*La columna para 1988 se refiere a 1987.

Fuente: The World Bank, World Development Report, 1989, y World Development Report, 1990, Oxford University Press, Oxford, 1989 y 1990.

decenas de países sucumbieran *simultáneamente* sugiere que factores internacionales (como tasas de interés mundiales más altas) han jugado un papel clave en el desencadenamiento de la crisis. Por otra parte, el hecho de que algunos países hayan sufrido un severo impacto y no así otros sugiere que factores domésticos, esto es, factores internos a los países deudores, también han jugado un papel. ¿De qué otra manera puede explicarse el hecho de que América Latina haya caído en una profunda crisis mientras el Este Asiático se mantenía en pie?

Veremos que efectivamente la crisis fue el resultado de una compleja combinación de elementos, algunos de los cuales eran externos a los países deudores individuales, y por tanto fuera de su control, mientras que otros resultaban directamente de las políticas económicas

aplicadas dentro de naciones endeudadas particulares. Nuestro objetivo ahora es comprender la interacción de estos factores externos e internos.

Factores Externos

Los aumentos del precio del petróleo a escala mundial en 1973-1974 contribuyeron a una rápida expansión del mercado de eurodólares, la red de bancos extranjeros basados en Europa que realizan operaciones crediticias con fondos internacionales.³ Los países exportadores de petróleo del Medio Oriente depositaban sus enormes incrementos de ingresos en los bancos internacionales que operaban en Europa. A su vez, estos bancos prestaban este nuevo flujo de depósitos a deudores del mundo en desarrollo. El shock del petróleo contribuyó entonces a un tremendo incremento en la disponibilidad de créditos internacionales para los países en desarrollo. Los gobiernos del mundo en desarrollo, muchos de los cuales, antes de 1973, no habían logrado conseguir préstamos bancarios, encontraron súbitamente que los bancos comerciales estaban dispuestos a otorgarlos.⁴

Lo que es más, los préstamos se ofrecían a tasas de interés muy bajas, que en la práctica eran negativas en términos reales. Para muchos de los países deudores más grandes, como Argentina, Brasil y México, parecía que la combinación de bajas tasas de interés y rápido crecimiento de los ingresos por exportaciones (basado en parte en los altos precios internacionales de las exportaciones de materias primas de estos países) aseguraba que el servicio de los préstamos en el futuro no sería problema.

Es interesante centrarnos por un momento en el comportamiento de los bancos comerciales en esa época. Muchos de ellos siguieron la directiva de un banquero muy influyente, el presidente de Citicorp Walter Wriston, quien afirmó que “los países no quiebran”. Por un tiempo entonces, pareció que los banqueros descartaban los riesgos de los créditos internacionales, como habían hecho periódicamente en el pasado.⁵ Más aun, los principales bancos, en montos notables, incrementaron sistemáticamente sus créditos a los países en desarrollo. Algunos bancos importantes prestaron más del 100% de su capital a unos pocos países en desarrollo.⁶ Y, observando los ganancias de los bancos a fines de los años 70, la estrategia crediticia parecía estar funcionando bien. La combinación de bajas tasas de interés y alto crecimiento de las exportaciones entre los países deudores sugería a los bancos que los deudores estarían en condiciones de servir sus deudas. Pero, por supuesto, nada podía asegurar que estas favorables condiciones continuarían.

³ El capítulo 20 analiza el crecimiento de los créditos inter-países de bancos internacionales y la evolución del mercado de eurodólares desde su partida a comienzos de los años 50.

⁴ Se piensa a veces que el shock del petróleo jugó un papel más directo, al forzar a los países en desarrollo importadores de petróleo a tomar préstamos externos para pagar las facturas más altas del combustible. De hecho, tanto los países exportadores de petróleo como los países importadores de petróleo tomaron parte en el rápido incremento de los créditos y la crisis de deuda afectó a ambos tipos de países.

⁵ Peter Lindert y Peter Morton han destacado este punto, afirmando que “la comunidad financiera internacional ha preferido con frecuencia repetir el pasado en lugar de estudiarlo”. Ver su artículo conjunto “How Sovereign Debt Has Worked”, en Jeffrey Sachs, editor, *Developing Country Debt and Economic Performance*, National Bureau of Economic Research, The University of Chicago Press, Chicago, 1989.

⁶ Los préstamos combinados a sólo cuatro países latinoamericanos —Argentina, Brasil, México y Venezuela— representaban bastante más del 100% de su capital primario para varios grandes bancos norteamericanos al desencadenarse la crisis de deuda. Los coeficientes de préstamos a capital en diciembre de 1982 eran: Bank of America, 137%; Chase Manhattan, 165%; Chemical, 164%; Citicorp, 197%; Manufacturers Hanover, 206%; Morgan Guaranty, 123%. Federal Financial Institutions Examination Council, Washington, D.C., *Country Exposure Lending Survey*, abril de 1983.

El gran aumento del crédito bancario daba cuenta de gran parte del incremento en la deuda de los países en desarrollo. Sin embargo, hay que hacer notar que también aumentaron los créditos de otro origen en el mismo período. Gobiernos acreedores, que operaban a través de agencias de créditos de exportación, prestaban dinero a países en desarrollo de modo que pudieran comprar productos de sus exportadores locales. Estos préstamos de gobierno a gobierno representaban una proporción más alta de la deuda en los países más pobres (particularmente en África) y una menor proporción de la deuda en los países en desarrollo de ingreso mediano (particularmente en América Latina y Asia Oriental).

La estructura de la deuda de los países en desarrollo a comienzos de los años 80 se puede ver en el cuadro 22-4. Puede notarse que, tanto en América Latina como en África, la mayor parte de la deuda era deuda de los gobiernos más que de empresas privadas y familias. En América Latina, la mayor parte de la deuda eran préstamos de bancos comerciales; en tanto que en África, la mayor parte de la deuda correspondía a préstamos de fuentes oficiales, es decir, de gobiernos. En América Latina, la crisis de deuda fue, en consecuencia, una crisis de gobiernos que debían demasiado a bancos comerciales privados. En África, la crisis de deuda fue una crisis de gobiernos que debían demasiado a otros gobiernos y a instituciones financieras internacionales, como el Banco Mundial.

A fines de los años 70, a pocos analistas les preocupaba la deuda de los países en desarrollo. Que el escenario de la deuda tuviera un final feliz dependía, sin embargo, en grado

CUADRO 22-4a

ESTRUCTURA DE LA DEUDA DE LOS PAÍSES EN DESARROLLO SEGÚN ACREEDOR, 1982		
	US\$ miles de millones	Porcentaje
Todos los países en desarrollo	836.1	100
Oficial	249.9	29.9
Bancos comerciales	427.9	51.2
Otros acreedores privados	158.3	18.9
África	122.4	100
Oficial	58.7	48.0
Bancos comerciales	39.7	32.4
Otros acreedores privados	24.0	19.6
América Latina y el Caribe	331.2	100
Oficial	40.5	12.2
Bancos comerciales	224.4	67.8
Otros acreedores privados	66.2	20.0

Fuente: *International Monetary Fund, World Economic Outlook, mayo de 1990.*

CUADRO 22-4b

ESTRUCTURA DE LA DEUDA DE LOS PAÍSES EN DESARROLLO SEGÚN DEUDOR, 1982*		
	US\$ miles de millones	Porcentaje
Todos los países en desarrollo	562.5	100
Pública y con garantía pública	460.2	81.8
Privada sin garantía	102.3	18.2
Africa y el Medio Oriente	113.3	100
Pública y con garantía pública	108.6	95.8
Privada sin garantía	4.7	4.2
América Latina y el Caribe	238.4	100
Pública y con garantía pública	176.1	73.9
Privada sin garantía	62.3	26.1

* Sólo deuda de largo plazo.

Fuente: World Bank, World Debt Tables, 1989.

extremo de que las tasas de interés se mantuvieran bajas y que el crecimiento de las exportaciones de los países en desarrollo siguiera siendo alto. Pero, a comienzos de los 80, la situación económica cambió de manera dramática. Las tasas de interés mundiales crecieron bruscamente como consecuencia de los programas anti-inflacionarios en los países industrializados, encabezados por las políticas del presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos Paul Volcker. Al mismo tiempo, los términos de intercambio se deterioraron para el mundo deudor al caer los precios de las materias primas. De esta manera, los ingresos por exportaciones de los países en desarrollo dejaron de crecer con rapidez y, en algunos casos, empezaron a declinar.

El efecto combinado de tasas de interés más altas y precios de exportaciones en descenso significaba que los deudores terminarían pagando tasas de interés *real* muy altas sobre sus créditos externos, con efectos devastadores. El cuadro 22-5 muestra la evolución de las tasas de interés y los precios de exportación para los deudores latinoamericanos. En los años 70, las tasas de interés nominal estaban por debajo de la tasa de inflación (medida por el cambio anual en los precios de exportación). A comienzos de los 80, sin embargo, las tasas de interés real pasaron a altos valores positivos, en promedio bien por encima de 20% al año en 1981-1983.

Los países deudores eran muy vulnerables a un alza en las tasas de interés porque gran parte de sus deudas habían sido pactadas a tasa variable. Esto significa que, en el momento en que contrataban un préstamo de largo plazo, no conocían —y no podían conocer— las tasas de interés a las que tendrían que pagar los préstamos. La mayoría de los contratos de crédito entre los gobiernos deudores y los bancos comerciales establecían que las tasas de interés aplicables a los préstamos en el futuro dependerían de las tasas de interés en el mercado

CUADRO 22-5

TASAS DE INTERÉS Y VULNERABILIDAD FINANCIERA EN AMÉRICA LATINA
(A) TASAS DE INTERÉS, 1972-1986 (%)

Año	LIBOR nominal	Tasa de variación de los precios unitarios de exportación	LIBOR real
1972	5.4	9.2	-3.5
1973	9.3	33.0	-17.5
1974	11.2	57.5	-29.4
1975	7.6	-5.7	14.1
1976	6.1	8.1	-1.8
1977	6.4	10.6	-3.8
1978	8.3	-3.7	12.5
1979	12.0	21.0	-7.4
1980	14.2	21.2	-5.8
1981	16.5	-2.8	19.9
1982	13.3	-11.2	27.5
1983	9.8	-6.5	17.4
1984	11.2	2.6	8.4
1985	8.6	0.6	9.3
1986	6.7	-12.7	22.2

(B) VULNERABILIDAD FINANCIERA, 1980-1981 (%)

País	Deuda pactada a tasas flotantes/Deuda total	Pagos de intereses/ Exportaciones
Argentina	58.3	15.1
Brasil	64.3	28.3
Colombia	39.2	16.3
Chile	58.2	28.2
México	73.0	19.0
Perú	28.0	19.8
Venezuela	81.4	10.4
Toda América Latina	64.5	28.0

Fuente: Andrés Bianchi y otros, "Adjustment in Latin America, 1981-86", en Vittorio Corbo, Morris Goldstein y Mohsin Khan, editores, Growth Oriented Adjustment Programs, International Monetary Fund y The World Bank, Washington, D.C., 1987.

mundial en el momento del vencimiento de los pagos.⁷ Para América Latina en su conjunto, alrededor del 65% de la deuda tenía esta característica de tasas de interés variables. Por lo tanto, cuando las tasas de interés subieron abruptamente a comienzos de los años 80, la cuenta de servicio de la deuda que tenía que pagar América Latina creció aguda e inesperadamente. Los pagos de intereses subieron con rapidez a casi el 30% de los ingresos por exportaciones de la región en 1980-1981, como se muestra en el cuadro 22-5.

En vista de este drástico incremento en las tasas de interés y la caída simultánea de los ingresos por exportaciones, los préstamos externos a las naciones deudoras y los flujos de entrada de inversiones extranjeras declinaron de manera abrupta. Los flujos de capitales netos totales a América Latina, esto es, los nuevos préstamos menos los reembolsos de préstamos antiguos, declinaron de un *peak* de US\$38 mil millones en 1981 a US\$20 mil millones en 1982 y a meros US\$3 mil doscientos millones en 1983. Este fue un patrón generalizado en todo el mundo en desarrollo. La figura 22-1 muestra la evolución de los préstamos netos internacionales a través de bancos comerciales y mercados de bonos en el período 1981-1989 para el mundo en desarrollo en su conjunto. El gráfico muestra el asombroso colapso de los préstamos netos. De hecho, en 1988 y 1989 el crédito neto alcanzó niveles negativos. En otros términos, los préstamos nuevos fueron inferiores a los pagos de capital sobre los préstamos antiguos.

Podemos utilizar el aparato analítico de nuestro modelo de dos períodos (de los capítulos 4 a 6) para estudiar el problema del alza en las tasas de interés. Comencemos suponiendo, por simplicidad, que un país tiene una dotación de recursos dada de producto presente y futuro, representada por el punto *E* en la figura 22-2. A la tasa de interés baja r_0 , las posibilidades de consumo se representan por la línea *CC* y la economía escoge consumir en el punto *A*. En este punto, el país está tomando préstamos del resto del mundo para financiar el déficit de cuenta corriente de magnitud $(C_1 - Q_1)$.

Supongamos ahora que el deudor tiene un contrato de tasa de interés variable y que, en consecuencia, el préstamo se pacta *antes* de que se conozca la tasa de interés. Los deudores se comportan *como si* se conociera la tasa de interés, digamos r_0 , pero en realidad la tasa de interés efectiva puede resultar ser muy distinta. ¿Qué sucede, entonces, si la tasa de interés real se dispara por encima de r_0 ?

En términos de nuestra figura, las nuevas posibilidades de consumo se encuentran sobre la línea *C'C'*, determinada por la tasa de interés más alta r_1 . Si los deudores hubieran sabido que la tasa de interés sería r_1 , habrían escogido un consumo diferente, como el punto *B* con consumos C_1^* y C_2^* , y habrían tomado préstamos por mucho menos.⁸ Pero cuando la tasa de interés se conoce en el segundo período, ya es demasiado tarde. La economía ya ha consumido C_1 en el primer período (basada en una expectativa equivocada sobre la tasa de interés) y el

⁷ En lenguaje técnico, las tasas de interés se pactaban típicamente como un “diferencial (spread) sobre LIBOR”. LIBOR significa London Interbank Offered Rate (tasa interbancaria ofrecida en Londres) y es la tasa de interés a corto plazo que se cargan mutuamente los bancos internacionales por préstamos en el mercado monetario de Londres. Un país en desarrollo tendría que pagar un monto fijo (diferencial, o spread) sobre la tasa LIBOR. En un contrato típico, el gobierno de México podía tomar un préstamo a cinco años de \$100 millones a “LIBOR más 1”. Esto significaba que, en el futuro, cuando México pagara interés sobre el préstamo, tendría que pagar la tasa de interés LIBOR en la fecha futura más un punto porcentual. El punto porcentual adicional se incluye para cubrir el riesgo de que México pudiera no cumplir con el préstamo en alguna fecha futura. Cuando se contrataron los préstamos a fines de los años 70, LIBOR era alrededor de 10% al año. Cuando los préstamos se estaban sirviendo a comienzos de los 80, LIBOR había saltado, inesperadamente, a alrededor de 15% al año.

⁸ Observemos que el alza en las tasas de interés podría haber sido tan grande que, a r_1 , los deudores podrían haber preferido de hecho ser acreedores.

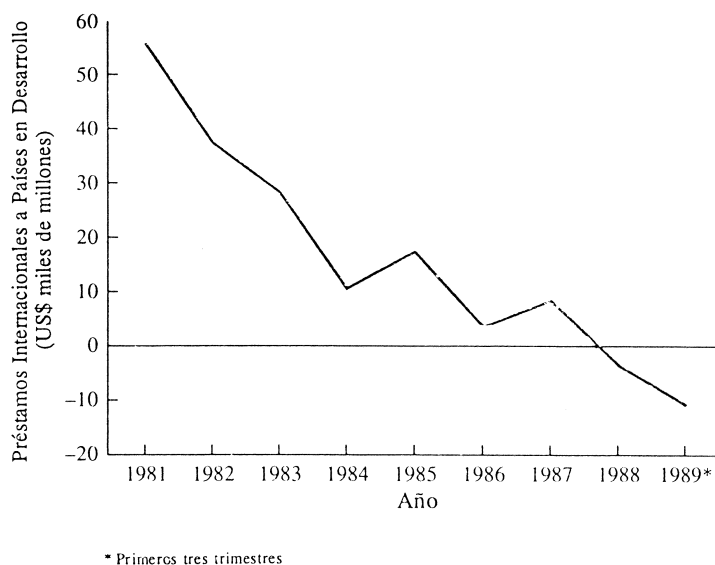


Figura 22-1

Colapso del crédito internacional a los países en desarrollo en los años 80

(Fuente: *International Monetary Fund, International Capital Markets, abril de 1990.*)

consumo en el período 2 tiene que caer drásticamente hasta C'_2 . Por tanto, el consumo del segundo período resulta ser mucho más bajo que lo esperado.

Políticas Internas

Las políticas internas también tuvieron una importante responsabilidad en la generación de la crisis. En el período de crédito fácil de los años 70, pocas personas —entre los banqueros o entre los deudores— prestaron suficiente atención a la forma cómo los países deudores estaban empleando sus recursos prestados. ¿Se estaban financiando con los préstamos inversiones que generarían recursos con los que pagar la deuda? ¿O se estaba financiando simplemente un “boom” de consumo? ¿O se estaban sacando los fondos prestados fuera del país como fuga de capitales? De hecho, la forma cómo se usaban dependía en gran medida de las políticas económicas internas.

En general, la crisis de deuda golpeó con máxima violencia a los países que tenían políticas fiscales demasiado expansivas y políticas comerciales altamente distorsionadas, especialmente políticas que provocaban un fuerte sesgo contra las exportaciones. Como veremos, en relación a estas dos áreas de política se manifestaron grandes diferencias de manejo entre los países deudores de América Latina y los del Este Asiático.

Políticas fiscales La disponibilidad de créditos externos le permitió a muchos gobiernos aumentar enormemente sus gastos sin aplicar impuestos adicionales ni sufrir los costos del financiamiento inflacionario. Por supuesto, el fuerte endeudamiento externo sólo podía

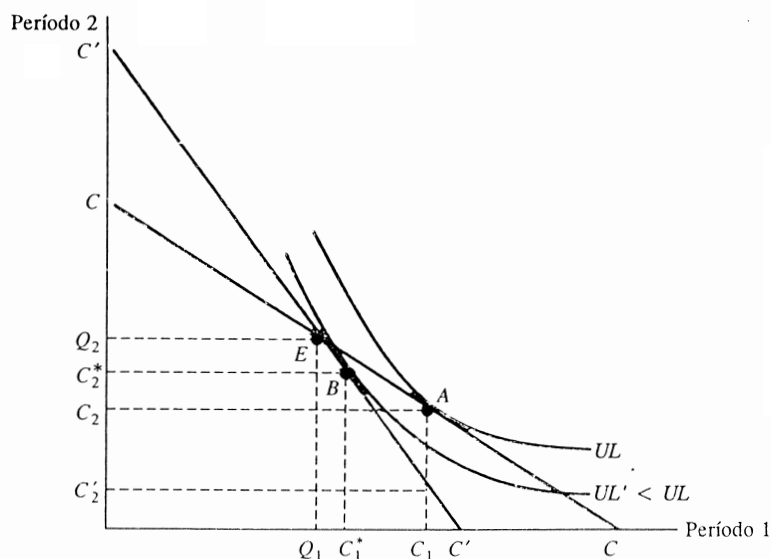


Figura 22-2

El shock de aumento de la tasa de interés sobre un país deudor

mantenerse por un período limitado de tiempo. Cuando el capital extranjero, de pronto, dejó de llegar a comienzos de los años 80, los gobiernos de los países deudores no estaban en condiciones de reducir gastos y recaudar suficientes ingresos tributarios para cubrir la brecha fiscal. Esto llevó a un desplazamiento desde el financiamiento externo al financiamiento doméstico del déficit, que es el tema de la sección siguiente.

En los países más fuertemente endeudados, Argentina, Brasil y México, los déficit del sector público estuvieron en el centro del problema de la deuda. Después del shock del petróleo de 1973, Brasil siguió una estrategia de desarrollo deliberada que se basaba en un considerable programa de inversiones públicas y grandes subsidios a la energía en toda la economía. Los proyectos de inversiones requerían financiamiento sustancial del exterior. La expansión fiscal de México se explica parcialmente por fuertes inversiones en el sector petróleo que se sustentaban en expectativas demasiado optimistas sobre los precios futuros del petróleo. El gobierno mexicano descartó, a principios de los años 80, los signos preliminares de un debilitamiento de la economía mundial y de los mercados mundiales del petróleo y continuó sin tregua con la expansión del sector público. En 1982, el déficit fiscal de México se acercó a una cifra récord de un 18% del PIB.

Argentina también se embarcó en grandes déficit fiscales. En este caso, los déficit resultaron de la inestabilidad política de los años 70, fuertes gastos en defensa a fines de los 70 y comienzos de los 80 para la guerra de las Falklands/Malvinas, así como empresas estatales y gobiernos locales ineficientes con déficit crónicos y persistentes fallas en la recaudación tributaria. El fuerte endeudamiento externo le permitió al gobierno evitar el financiamiento inflacionario en el corto plazo, pero eventualmente el crédito internacional se extinguió y Argentina se vio arrastrada a una hiperinflación.

Existe la tentación de calificar las políticas fiscales expansivas como simples errores. Aunque hubo errores de política que, sin duda, fueron parte importante del problema, la

irresponsabilidad de estos gastos fiscales fue más que un error. Los países latinoamericanos se han caracterizado por una tendencia hacia las *políticas populistas*; esto es, los gobiernos tratan de generar apoyo popular poniendo en marcha vastos programas de gasto aun si los costos de estos programas están más allá de la capacidad de pago de los gobiernos.

Una de las presiones que conduce a políticas populistas parece provenir de las grandes desigualdades en la distribución del ingreso en América Latina. Por un lado están los muy ricos, que disponen de una alta fracción del ingreso nacional y cuyo poder económico se traduce en suficiente poder político para evitar una tributación fuerte. Por otro lado están las clases bajas, que disponen de sólo una pequeña porción del ingreso nacional, pero cuyos grandes números como porcentaje de la población se traducen en fuertes demandas de gasto público. Esta combinación produce una alta demanda de gasto, que va unida a la escasa capacidad del gobierno para recaudar impuestos. Este no es el caso en Asia del Este, donde la distribución del ingreso es mucho más equitativa.

Políticas comerciales Otra gran diferencia entre los países que cayeron en la crisis y los que escaparon a ella estuvo en su orientación respecto del comercio internacional. Los países que escaparon a la crisis tenían comercio internacional más libre (menos restringido por aranceles y otras barreras proteccionistas), tipos de cambio realistas que hacían rentables las exportaciones y, por lo común, políticas que estimulaban la competitividad internacional del sector exportador.

El cuadro 22-6 ofrece algunas medidas ilustrativas de la política comercial y el desempeño exportador. Junto con los datos sobre exportaciones, el cuadro muestra un “índice de comercio exterior” que construyó el Banco Mundial para categorizar a los países de 1 a 4 según sus políticas comerciales. Cuanto más alta la clasificación, más abierto y libre es el sistema comercial. Como podemos ver en el cuadro, las economías de Asia del Este tienden a operar con regímenes comerciales más libres. Al mismo tiempo, los países de Asia del Este mostraban participaciones altas y crecientes de las exportaciones en el PIB, demostrando así la importancia del crecimiento de las exportaciones en la economía global. Por el contrario, en América Latina, los regímenes comerciales eran más cerrados y la participación de las exportaciones en el PIB era más baja que en los países asiáticos, así como de más lento crecimiento.

Debido a estas políticas antiexportadoras en América Latina, el endeudamiento externo de los años 70 no contribuyó a ningún incremento significativo de la capacidad exportadora de la región en los 80. Cuando, a comienzos de los 80, disminuyó el crédito a América Latina, no fue posible servir la deuda por medio de un gran incremento de los ingresos por exportación. En su lugar, los países latinoamericanos hallaron que tenían que reducir las importaciones para pagar el servicio de la deuda, de lo que resultó una contracción considerable de los estándares de vida. Por el contrario, en el Este Asiático los ingresos de las exportaciones crecieron considerablemente en los años 80 y proveyeron los medios de servir las deudas de acuerdo a sus vencimientos.

La mayoría de los países que experimentaron problemas de pago tenían otra cosa en común: dejaban que sus monedas estuvieran altamente sobrevaluadas, creando de este modo fuertes desincentivos adicionales a la exportación. Los países del Cono Sur de América Latina fueron ejemplos notables. En Argentina, Chile y Uruguay, la moneda local estaba fija al dólar, a pesar de las altas tasas de inflación doméstica. El resultado en cada país era una apreciación real significativa, en el sentido de que P_N/P_T subía radicalmente. Los incentivos a la exportación —y a la inversión en el sector exportador— se reducían en consecuencia y esto contribuyó a los problemas futuros con el servicio de la deuda.

CUADRO 22-6

CARACTERÍSTICAS DEL RÉGIMEN COMERCIAL Y APERTURA AL COMERCIO		
	Régimen comercial*	Exportaciones de bienes y servicios/PIB (%)
América Latina		
Argentina	1	15
Perú	1	22
Colombia	2	15
Costa Rica	2	32
México	2	16
Brasil	3	14
Chile	3	29
Uruguay	3	25
Promedio	2.1	21.0
Asia del Este		
Indonesia	2	23
Filipinas	2	22
Corea	4	36
Malasia	3	55
Tailandia	3	27
Hong Kong	4	106
Singapur	4	129
Promedio	3.1	56.9

* El Banco Mundial ha publicado estimaciones del régimen comercial durante 1973-1985 basadas en la tasa de protección efectiva, controles comerciales directos, incentivos a las exportaciones y sobrevaloración del tipo de cambio. Los países se clasifican en cuatro grupos, desde "orientados hacia adentro", a los que asignamos el valor 1, hasta "orientados hacia afuera", a los que asignamos un 4. *Fuente: The World Bank, World Development Report, Washington, D. C., 1987.*

Los países del Este Asiático tuvieron mucho mejores resultados en su manejo del tipo de cambio. Corea del Sur reaccionó pronto al shock del petróleo de 1979-1980 y devaluó significativamente su moneda, implementando al mismo tiempo una austera política presupuestaria. Indonesia devaluó drásticamente su moneda en 1978, lo que ayudó tremendamente al país en su subsecuente esfuerzo de ajuste. De los países del Este Asiático, sólo Filipinas permitió que el tipo de cambio real se apreciara significativamente, por lo que no es sorprendente que su desempeño económico resultara más cercano al de América Latina que al de sus vecinos geográficos.

Fuga de Capitales

Un efecto lateral de los grandes déficit fiscales y tipos de cambio sobrevaluados en América Latina fue la extensa *fuga de capitales*. La fuga de capitales ocurre cuando los residentes

nacionales convierten su riqueza doméstica en divisas a fin de mantener tal riqueza fuera del país.⁹ En las economías con tipo de cambio fijo y mercados de capitales abiertos, esto se puede hacer legalmente, por el simple expediente de convertir moneda local a moneda extranjera. En los países con controles de capitales, se requieren medios ilegales (como la subfacturación de exportaciones). Durante los años 70 y comienzos de los 80, hubo fuga de capitales en grado sustancial desde América Latina. Al endeudarse los gobiernos en forma creciente con los bancos extranjeros, los residentes de América Latina aumentaron sustancialmente su tenencia de activos en el exterior.

El nexo entre fuga de capitales y déficit fiscal con frecuencia es muy directo.¹⁰ Sabemos que, bajo tipo de cambio fijo, los intentos del gobierno de financiar un déficit por medio de préstamos del banco central llevan a un exceso de oferta de moneda nacional en manos de las familias. A su vez, las familias toman este dinero y lo convierten en divisas al tipo de cambio oficial. Las reservas de divisas del banco central disminuyen, en tanto que crece la tenencia de divisas del público (fuga de capitales si se mantienen en el exterior).

También se exagera la fuga de capitales por expectativas de una futura devaluación de la moneda. Después de haber quedado en claro a fines de los años 70 que las monedas locales estaban abiertamente sobrevaluadas en muchos países latinoamericanos, los agentes privados comenzaron a trasladar sus activos al exterior para evitar así el impacto de las devaluaciones por venir. En efecto, estudios empíricos han detectado una fuerte relación entre sobrevaluación de la moneda y fuga de capitales.¹¹

Es imposible encontrar con exactitud cuál es el monto de la fuga de capitales porque la gente no la mantiene en registros sino que trata celosamente de mantener en secreto las características de sus transacciones. Por lo tanto, todas las cifras disponibles son sólo estimaciones.

Una manera común de calcular la fuga de capitales es igualándola con la porción no explicada de la balanza de pagos. La idea es la siguiente. En un año dado, las fuentes de fondos externos para el país son los créditos externos, que incrementan el nivel de la deuda externa (ΔD), y la inversión extranjera directa (IED). Los usos conocidos de estos fondos son el financiamiento del déficit de cuenta corriente (DCC) y la acumulación de reservas oficiales (ΔR). Todos los usos "inexplicados" de fondos se consideran entonces fuga de capitales (FK), que se define como

$$FK = (\Delta D + IED) - (DCC + \Delta R) \quad (22.1)$$

La ecuación (22.1) es la manera más simple de estimar la fuga de capitales. Pero, como sucede con la mayoría de los medios indirectos de medición, no es perfecta. Por ejemplo, no

⁹ Cuando la riqueza doméstica de países desarrollados se invierte en el extranjero, se usa la expresión pulida "diversificación de portfolio". Cuando el mismo proceso ocurre en países en desarrollo, se usa en su lugar el término "fuga de capitales". En su uso más tradicional, el término "fuga de capitales" estaba reservado para el caso en que el dinero se llevaba al exterior en respuesta a la inestabilidad política. Sin embargo, durante el debate de los años 80 sobre la crisis de deuda internacional, se generalizó el término para incluir cualquier situación en que los residentes nacionales en los países deudores mantenían su riqueza en el exterior.

¹⁰ Hay también otras razones para la fuga de capitales, aunque aquí no entraremos en ellas. La inestabilidad política por sí misma puede inducir a los agentes privados a trasladar sus activos al exterior. La evasión de impuestos es otra fuerza poderosa detrás de la fuga de capitales.

¹¹ Ver John Cuddington, "Capital Flight: Estimates, Issues and Explanations", *Princeton Studies in International Finance*, No. 58, Princeton University, diciembre de 1986.

CUADRO 22-7

FUGA DE CAPITALES DE AMÉRICA LATINA				
País	Fuga de capitales (US\$ miles de millones)			Fuga de capitales/ Cambio en la deuda externa (%)
	1976-82	1983-85	Total 1976-85	
Argentina	27	-1	26	62.7%
Brasil	3	7	10	12.0
Chile	0	1	1	6.4
México	36	17	53	64.8
Perú	-1	1	0	0.0
Venezuela	25	6	31	101.3

Fuente: Sebastián Edwards y Felipe Larraín, "Debt, Adjustment and Recovery in Latin America: An Introduction", en S. Edwards y F. Larraín, editores, Debt, Adjustment and Recovery: Latin America's Prospects for Growth and Development, Basil Blackwell, Oxford y Cambridge, 1989.

captura algunos métodos frecuentes de sacar dinero fuera del país, como la subfacturación de exportaciones o la sobrefacturación de importaciones. Ofrece, sin embargo, un buen punto de partida para el análisis. Se ha usado esta ecuación para estimar la fuga de capitales en los países más endeudados de América Latina durante el período 1976-1985 que aparecen en el cuadro 22-7.

Como se muestra en el cuadro, el caso de Venezuela es realmente notable. Toda la deuda del país se explica con exceso por la fuga de capitales. En Argentina y México, la fuga de capitales da cuenta de más del 60% del incremento de la deuda. Brasil y Chile, en contraste, muestran sólo una modesta incidencia de la fuga de capitales en su mayor endeudamiento externo.

22-3 PROBLEMAS DE AJUSTE Y EXPECTATIVAS PARA LOS PAÍSES DEUDORES

Los créditos al mundo en desarrollo, que habían comenzado en gran escala en 1973, se extinguieron súbitamente en 1982. Para medir el paso de endeudamiento a repago, podemos emplear el concepto de *transferencia neta de recursos* (TNR) que se analizó en el capítulo 6. Recordemos que la TNR mide los recursos netos que fluyen de los mercados mundiales de capitales a una economía. Como dijimos en la ecuación (6.22), la TNR se mide por los flujos netos de entrada de capital a una economía (nuevos préstamos menos los repagos) menos los pagos de intereses realizados sobre la deuda existente. El cuadro 22-8 muestra que el punto de cambio en las transferencias netas de recursos a América Latina ocurrió en 1982. En tanto que en 1981 la región experimentó un *flujo de entrada* neto de recursos de más de US\$11 mil millones, en 1982 sufrió un *flujo de salida* neto de casi US\$19 mil millones. Después de 1982, hubo un período sostenido de flujos netos de recursos hacia afuera que ha durado hasta principios de la década siguiente.

CUADRO 22-8

TRANSFERENCIA NETA DE RECURSOS A AMÉRICA LATINA, 1974-1990 (US\$ MILES DE MILLONES)			
Año	Flujos netos de entrada de capitales	Pagos netos de utilidades e intereses	Transferencia neta de recursos
1974	11.4	5.0	6.4
1975	14.3	5.6	8.7
1976	17.9	6.8	11.1
1977	17.2	8.2	9.0
1978	26.2	10.2	16.0
1979	29.1	13.6	15.5
1980	32.0	18.9	13.1
1981	39.8	28.5	11.3
1982	20.1	38.8	-18.7
1983	2.9	34.5	-31.6
1984	10.4	37.3	-26.9
1985	3.0	35.3	-32.3
1986	9.9	32.7	-22.8
1987	15.1	31.4	-16.3
1988	5.5	34.3	-28.8
1989	10.1	37.4	-27.3
1990	17.9	36.8	-18.9
Total 1974-1981	187.9	96.8	91.1
Total 1982-1990	94.9	318.5	-223.6

Fuente: Economic Commission for Latin America and the Caribbean (CEPAL), Preliminary Overview of the Economy of Latin America and the Caribbean, 1990, Santiago, Chile, diciembre de 1990.

Estas transferencias netas de recursos negativas resultaron de las fuertes reducciones en los flujos netos de entrada de capitales combinadas con los pagos de intereses más altos a los acreedores extranjeros. Los datos en el cuadro 22-8 revelan que la contracción de nuevos préstamos fue la componente más dramática. Entre 1981 y 1983, los nuevos créditos netos declinaron de casi US\$40 mil millones a menos de US\$3 mil millones, una caída de más de 90%.

En términos acumulativos, América Latina recibió una transferencia neta de recursos de US\$91 mil millones entre 1974 y 1981, en tanto que efectuó la asombrosa transferencia neta de recursos al exterior de casi US\$224 mil millones entre 1982 y 1990. Este masivo flujo de salida de recursos invita a una comparación con la experiencia de Alemania después de la Primera Guerra Mundial. Alemania, como país vencido en esa guerra, tuvo que pagar importantes reparaciones de guerra a los vencedores, por un monto equivalente a un 2.5%

promedio del PIB por año entre 1925 y 1932. Esto constituyó un drenado tan fuerte sobre la economía alemana que, después de unos pocos años, el país cayó en hiperinflación, muy pronto seguida por una eventual suspensión de todos los pagos de reparaciones. Sin embargo, América Latina, en efecto, hizo transferencias netas anuales de un 4.2% promedio del PIB en el período 1982-1985, casi el doble de lo que Alemania pagó a los aliados después de la Primera Guerra Mundial.

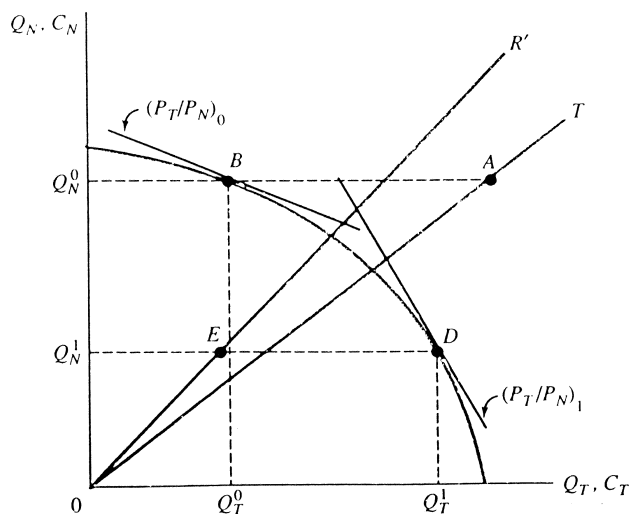
La Crisis de Deuda, el Intercambio Comercial y la Actividad Económica Interna

El súbito colapso del financiamiento externo y el deterioro de los términos de intercambio de los países deudores condujeron a una abrupta caída en la demanda agregada. Usando el aparato gráfico desarrollado en el capítulo 21, podemos representar esta situación. La figura 22-3 muestra una economía latinoamericana típica que vive más allá de sus medios en el período de precrisis. Inicialmente, el consumo está en el punto *A*, la producción en *B* y el déficit comercial es *AB*. Después de 1982, esta situación tuvo que cambiar porque los acreedores externos ya no estaban dispuestos a seguir financiando el exceso de gasto sobre el ingreso. Confrontados con esta realidad, los países no tuvieron más elección que reducir drásticamente el consumo.

La abrupta caída en el consumo llevó a un ajuste sin precedente de la balanza comercial. En América Latina, por ejemplo, la balanza comercial pasó de un déficit de US\$2 mil millones en 1981 a un superávit de alrededor de US\$32 mil millones en 1983. Ajustes de esta magnitud en un período de tiempo tan corto fueron considerablemente traumáticos para los países afectados. Como era imposible expandir las exportaciones tan rápidamente, el ajuste en la balanza comercial se obtuvo por la compresión de las importaciones. Las importaciones de la región experimentaron un colapso de casi US\$42 mil millones entre 1981 y 1984, una caída

Figura 22-3

Ajuste de un país deudor a la crisis de deuda



de 43% , en tanto que el valor dólar nominal de las exportaciones *declinaba* durante el mismo período.¹²

Frente a la necesidad de una reducción en el consumo, el ajuste económico ideal habría sido un desplazamiento de la producción del punto *B* a *D*, con el consumo moviéndose a un punto como *E*. La distancia *DE* habría sido entonces el superávit necesario para servir las obligaciones externas. Con esto, el precio relativo de los bienes transables habría crecido significativamente, de $(P_T/P_N)_0$ a $(P_T/P_N)_1$ en el gráfico. En la práctica, sin embargo, el ajuste en la producción estuvo lejos de ser suave y surgió un considerable desempleo en muchos países. En el capítulo anterior, identificamos algunas razones por las cuales el ajuste podría involucrar un período intermedio de desempleo: falta de movilidad de los factores, rezagos prolongados en la inversión en el sector de bienes transables y rigidez de los precios nominales. Por estas razones, los países latinoamericanos no hicieron una travesía suave a lo largo de la FPP desde *B* hasta *D*. Por el contrario, la economía típica produjo por debajo de su capacidad durante varios años, en algún punto entre *E* y *D* (pero probablemente más cerca de *E* en el corto plazo).

Como es característico, la industria más fuertemente afectada en el proceso de ajuste fue el sector de la construcción. En algunos países, las tasas de desempleo en este sector alcanzaron a más de 50% después de 1982; tal fue el caso de Chile, como se mostró en el cuadro 21-1. Parte de la razón para este importante retroceso fue que la construcción era típicamente el sector que había tenido la expansión más grande durante el “boom” que tuvo lugar entre fines de los años 70 y 1981. El sector servicios siguió un patrón similar de contracción, aunque no tan marcada.

Cambios en la Carga de la Deuda Después de 1980

Un indicador que resume el peso de la deuda externa es el coeficiente deuda a PIB, como se presenta en el cuadro 22-9 para algunos de los países en desarrollo altamente endeudados. Debe notarse que ha habido un tremendo *incremento* en este coeficiente desde 1980, aún cuando los nuevos créditos a estos países se redujeron marcadamente después del desencadenamiento de la crisis de deuda. Para la mayoría de los países, el alza en el coeficiente deuda-PIB fue el resultado de un aumento de la deuda pero también de una caída en el valor dólar del PIB.

La reducción del valor dólar del PIB se debe en parte a la generalizada depresión económica de la región después de 1981. Pero también es el resultado de un factor menos obvio, la importante depreciación real de las monedas nacionales en el área. Para ilustrar este punto, reproduzcamos el diagrama del gráfico anterior en la figura 22-4. Aquí el PIB total

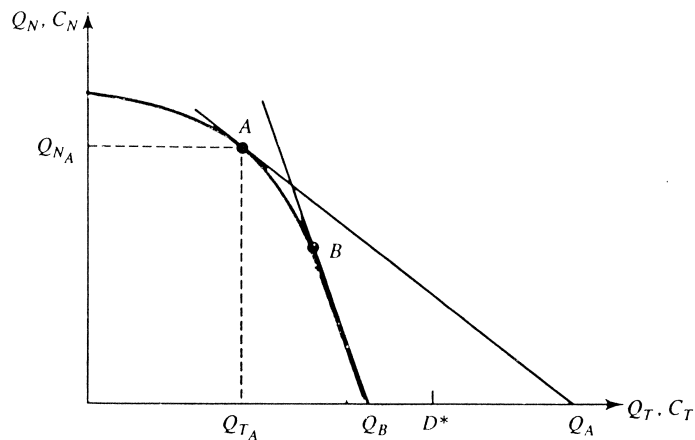
¹² La caída de las exportaciones se debió principalmente a una abrupta declinación de casi 30% de los precios internacionales en dólares de los bienes de exportación de la región. El deterioro de los precios de exportación fue en realidad tan profundo que el *valor* de las exportaciones disminuyó a pesar de un incremento de alrededor de 25% en su volumen. La caída de los precios dólar de las exportaciones fue resultado de varios factores, incluyendo la apreciación del dólar frente a otras monedas en la primera mitad de los años 80, la recesión del mundo industrializado a comienzos de los 80 y el hecho de que el incremento de los volúmenes exportados de algunos productos latinoamericanos, principalmente materias primas, causó una caída en el precio relativo de estos bienes exportados en los mercados mundiales.

CUADRO 22-9

EVOLUCIÓN DEL COEFICIENTE DEUDA/PNB EN LOS PAÍSES ALTAMENTE ENDEUDADOS, AÑOS SELECCIONADOS, 1980-1989 (PORCENTAJE)				
	1980	1982	1985	1989
América Latina				
Argentina	48.4%	83.8%	84.2%	119.7%
Brasil	30.6	36.1	48.7	24.1
Chile	45.2	76.7	143.3	78.3
Colombia	20.9	26.9	42.0	45.8
México	30.3	52.5	55.2	51.2
Perú	51.0	49.7	89.4	70.8
Venezuela	42.1	41.4	59.1	79.9
Asia				
Indonesia	28.0	29.2	44.4	59.8
Corea	48.7	52.3	52.5	15.8
Malasia	28.0	52.4	70.3	51.6
Filipinas	49.5	62.5	83.5	65.7
Tailandia	25.9	34.8	47.8	34.1
Europa Oriental				
Hungría	—	—	48.7	68.3
Polonia	25.6	31.5	48.2	33.5
Yugoslavia				

Fuente: The World Bank, World Debt Tables, 1990-1991, Washington, D.C., diciembre de 1990.

Figura 22-4
Representación gráfica del PIB y la deuda externa



medido en unidades de bienes transables está dado por Q_A .¹³ Supongamos ahora que hay una depreciación real, de modo que la producción se mueve del punto A al punto B . Notemos que el PIB medido en unidades de bienes transables se desplaza de Q_A a Q_B . Aun cuando la economía se mantiene sobre la frontera de posibilidades de producción, el valor de la producción en unidades de bienes transables declina. La razón debería ser evidente. Cuando P_N/P_T cae, el valor de la producción no transable medido en unidades de bienes transables también cae. En otras palabras, cada unidad de bienes no transables que se produce pasa a valer menos cuando se le mide en unidades de bienes transables.

Las implicancias de una devaluación real para la crisis de deuda son notables. Supongamos que la deuda está al nivel D^* , como se muestra en la figura 22-4. En el punto de producción inicial A , la deuda está bien por debajo del nivel de ingreso nacional (Q_A , medido en términos de transables). En la forma en que se muestra en la figura, la deuda es algo como un 70% del PIB. Pero supongamos ahora que ocurre una devaluación real cuando el crédito se corta desde el exterior y la producción se desplaza del punto A al punto B . Ahora, la misma deuda es más del 100% del ingreso nacional. Cuando la producción estaba en el punto A , la deuda parecía pequeña en relación al ingreso, pero esto era porque la producción de bienes no transables en el punto A tenía alto valor. Una vez que la economía desplaza recursos a los transables, el valor del PIB medido en transables decae. En forma repentina, la deuda se alza como una carga mucho mayor.

En retrospectiva, parte de la capacidad de servicio de la deuda de los países en desarrollo, al menos como se la percibía a fines de los años 70, resultó ser una ilusión. Durante el período de alto endeudamiento, el precio relativo de los bienes no transables era muy alto. Las economías parecían ricas y la carga de la deuda parecía pequeña. Pero mucho del valor de la producción doméstica tenía la forma de peluquerías y firmas constructoras, ninguna de las cuales sumaba mucho al potencial para producir bienes transables. Por tanto, llegado el momento en que las economías tuvieron que servir sus préstamos, el valor de su producción *en unidades de bienes transables* cayó de manera abrupta, haciendo subir así el coeficiente de deuda al PIB.

El Proceso de Ajuste Desde la Perspectiva Ahorro-Inversión

Durante el período de fuerte endeudamiento, la tasa de interés real mundial era baja y los países podían tomar préstamos para mantener la inversión doméstica por encima del ahorro interno. Cuando cesaron los nuevos préstamos, las tasas de interés domésticas en los países deudores subieron al nivel en que la inversión interna y el ahorro interno nuevamente se igualaron. Este proceso se muestra en la figura 22-5. En los años 70, las tasas de interés estaban en un nivel como r_0 , lo que llevaba a que la inversión fuera mayor que el ahorro. En los años 80, las tasas de interés subieron a r_1 , esto es, al punto en que el ahorro interno y la inversión se equilibraban de nuevo.

¹³ Recordemos por qué el PIB (en unidades transables) está dado por el punto Q_A en la figura 22-4. Notemos que $Q_A = Q_{TA} + (P_N/P_T)Q_{NA}$. El segmento de línea desde el origen hasta Q_{TA} mide la producción de transables. El segmento de línea de Q_{TA} a Q_A mide el valor $(P_N/P_T)Q_{NA}$. Este último punto puede verificarse observando que la pendiente de la FPP en el punto A es igual al precio relativo P_N/P_T . El segmento de Q_{TA} a Q_A es entonces igual a la pendiente en el punto A multiplicada por el valor Q_{NA} .

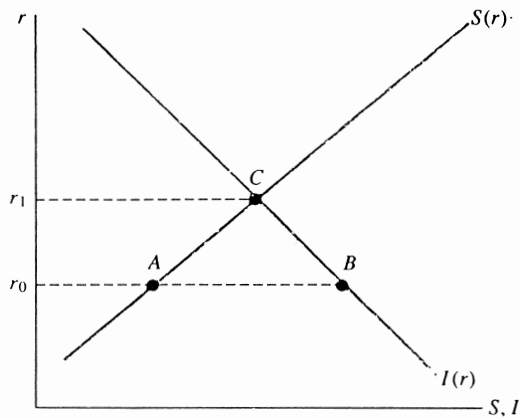


Figura 22-5
Ajuste de un país deudor en el esquema ahorro-inversión

Del diagrama vemos claramente que la suspensión del crédito externo tiene el efecto de reducir el gasto interno de inversión y, quizás, también de hacer subir el ahorro interno (dependiendo de la sensibilidad del ahorro interno al cambio en la tasa de interés). El colapso de la inversión no sólo deprimió la demanda agregada corriente, sino que también hizo bajar la tasa de crecimiento de la economía. Esta es una vía importante a través de la cual la crisis de deuda de los 80 continuará reverberando todavía por años. En América Latina, la inversión cayó de cerca del 25 % del PIB en los años 70 a alrededor del 17 % del PIB en 1987. En algunos casos, el colapso de la inversión fue aún más pronunciado. A fines de los años 80, Argentina estaba invirtiendo menos del 10% de su PIB, monto que no era suficiente ni para cubrir la depreciación del stock de capital, mucho menos para promover el crecimiento. Esto llevará a estándares de vida en Argentina que serán significativamente más bajos en los años 90 de lo que habrían sido sin la crisis.

El Problema de la Deuda Externa y la Crisis Presupuestaria

Como la mayor parte del endeudamiento externo en los países en desarrollo había sido contraído por los gobiernos, la crisis de deuda tuvo serias implicancias para el presupuesto público. Durante los años 70, el acceso a préstamos externos le permitió a los gobiernos deudores darse el lujo de operar con grandes déficit presupuestarios sin recurrir al impuesto inflación. Esto terminó a comienzos de los años 80, cuando se extinguió el crédito. Además, el alza en las tasas de interés mundiales a comienzos de los 80 magnificó en alto grado la gravitación sobre el presupuesto de la deuda que se había contraído en los 70.

De este modo, los gobiernos se encontraron atrapados entre dos tenazas: por una parte, los costos del interés de su deuda externa se dispararon abrupta e inesperadamente; por otra parte, ya no podían tomar préstamos en el exterior para cubrir sus déficit presupuestarios. O bien tenían que cerrar el déficit presupuestario, o tenían que utilizar medios *domésticos* para financiar el déficit. Muchos gobiernos fueron empujados de este modo a apoyarse en el impuesto inflación para pagar las cuentas en los años 80 y América Latina experimentó las más altas tasas de inflación de su historia.

De hecho, varios otros acontecimientos empeoraron aún más los problemas presupuestarios a comienzos de los años 80. Muchos países sufrieron un agudo deterioro en sus términos de intercambio, lo que causó una baja en los ingresos de las empresas estatales exportadoras y, en consecuencia, una reducción de los ingresos tributarios de las exportaciones. Muchas empresas del sector privado también cayeron en una crisis financiera en ese momento y en varios países los gobiernos se hicieron cargo de sus deudas, parcial o totalmente, aumentando de este modo el nivel global de deuda del sector público. Por otra parte, con el shock de la crisis de deuda, el tipo de cambio real se depreció abruptamente (esto es, subió el precio de los transables en términos de los no transables). Debido a que la carga del servicio de la deuda se fijaba en dólares, en tanto que los ingresos tributarios del gobierno dependían principalmente del sector de no transables, la depreciación real del tipo de cambio en gran medida magnificó la carga del servicio de la deuda como proporción de los impuestos internos.

Las opciones de que disponían los gobiernos frente a la intensa crisis fiscal no eran atractivas en términos políticos ni económicos ni sociales. El gasto del sector público se redujo significativamente en todo el mundo en desarrollo.¹⁴ En particular, los salarios públicos y la inversión se redujeron abruptamente, lo que creó considerables tensiones políticas y sociales. Incluso el gasto social fue reducido significativamente, con consecuencias muy adversas para los programas públicos de salud, nutrición y educación, especialmente entre los pobres.

Enfrentados, a pesar de sus esfuerzos, a crecientes déficit presupuestarios, los gobiernos se vieron forzados a buscar fuentes alternativas de financiamiento. Donde los mercados financieros nacionales no poseían la capacidad para manejar montos significativos de deuda pública, los gobiernos tuvieron que recurrir a imprimir moneda. Como vimos en el capítulo 9, imprimir moneda es efectivamente una manera de financiar el déficit. Llamamos a esto la *monetización del déficit presupuestario*.¹⁵ En 1982, por ejemplo, Bolivia comenzó a apoyarse en forma creciente en el impuesto inflación hasta que en 1984-1985 se encontró sumida en una hiperinflación. Los gobiernos de otros países mantuvieron algún acceso al ahorro interno a través de los mercados de capitales locales, posponiendo de este modo el impuesto inflación por algún tiempo. Pero aún en estos otros países, las cantidades que podían tomarse en préstamo en estos mercados locales eran limitadas y, eventualmente, la mayor parte de los gobiernos tuvieron que incrementar su uso de financiamiento inflacionario.

Los déficit presupuestarios financiados por monetización alimentan la inflación. Uno de los resultados de la crisis de deuda fue, en consecuencia, una explosión de inflaciones en el mundo. Las tendencias inflacionarias eran pronunciadas en muchos países con problemas de deuda, pero las inflaciones más notables se concentraron en los países fuertemente endeudados de América Latina y Europa Oriental. Como veremos en el capítulo 23, estas dos regiones padecieron tantos brotes de hiperinflación que los años 80 terminaron teniendo más episodios de hiperinflación que cualquier otra década en la historia mundial.

El Problema del Ajuste: un Resumen

El proceso de ajuste de la economía tuvo costos tremendos en los países deudores. Para apreciar el impacto del problema de la deuda, podemos comparar el desempeño de los países

¹⁴ Para un análisis de la respuesta del sector público a los shocks de los años 70 y comienzos de los 80 en América Latina, ver Felipe Larraín y Marcelo Selowsky, editores, *The Public Sector and the Latin American Crisis*, International Center for Economic Growth, ICS Press, San Francisco, 1991.

¹⁵ Ver la sección 9-4, "La oferta monetaria y la restricción presupuestaria fiscal".

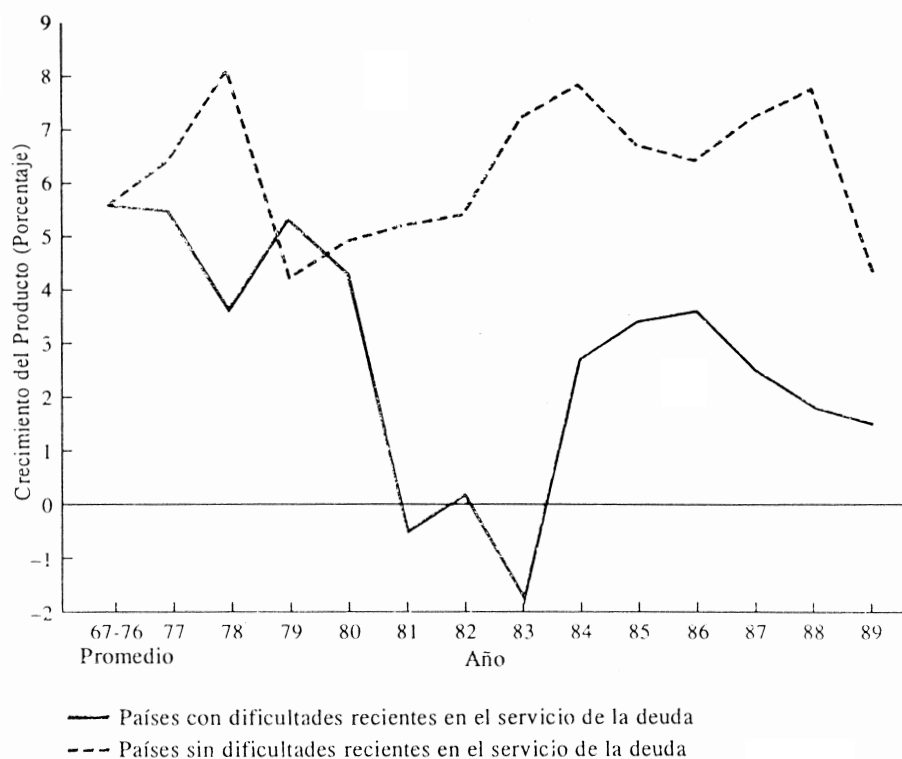


Figura 22-6

Crecimiento del producto en los países en desarrollo: comparación entre los países con y sin problemas de servicio de la deuda

(Fuente: International Monetary Fund, World Economic Outlook, mayo de 1990.)

en desarrollo que experimentaron problemas de deuda con aquellos que no los tuvieron. La figura 22-6 grafica las tasas de crecimiento del producto de ambos grupos para el período 1977-1989. El resultado es sorprendente. Hasta fines de los años 70, el desempeño de los dos grupos no fue demasiado distinto. Con el comienzo de la crisis de deuda, la situación cambió dramáticamente después de 1980. Al cabo de un año, apareció una enorme brecha en las tasas de crecimiento de los dos grupos, que perduró durante toda la década. En tanto que los deudores con problemas experimentaban declinaciones del producto real y, más adelante, un lento crecimiento, los países en desarrollo sin problemas de servicio de la deuda continuaban su crecimiento sin mengua.

Un cuadro similar se encuentra cuando observamos la inversión en diversos países. La figura 22-7 compara las tasas promedio de inversión a PIB en 1982-1988 (medidas en el eje vertical) con su contraparte en 1976-1981 (en el eje horizontal) para cada país en el gráfico. Los puntos bajo la línea a 45 grados indican tasas de inversión más altas en 1976-1981 que durante 1982-1988. Los cuadrados en el gráfico corresponden a los 15 países con problemas de fuerte endeudamiento; los círculos representan a los países deudores sin problemas recientes de servicio de la deuda. El resultado es de nuevo muy revelador. Los países con problemas de servicio de la deuda han tendido a mostrar una clara caída en las tasas de inversión, no así los países sin problemas de servicio de deuda.

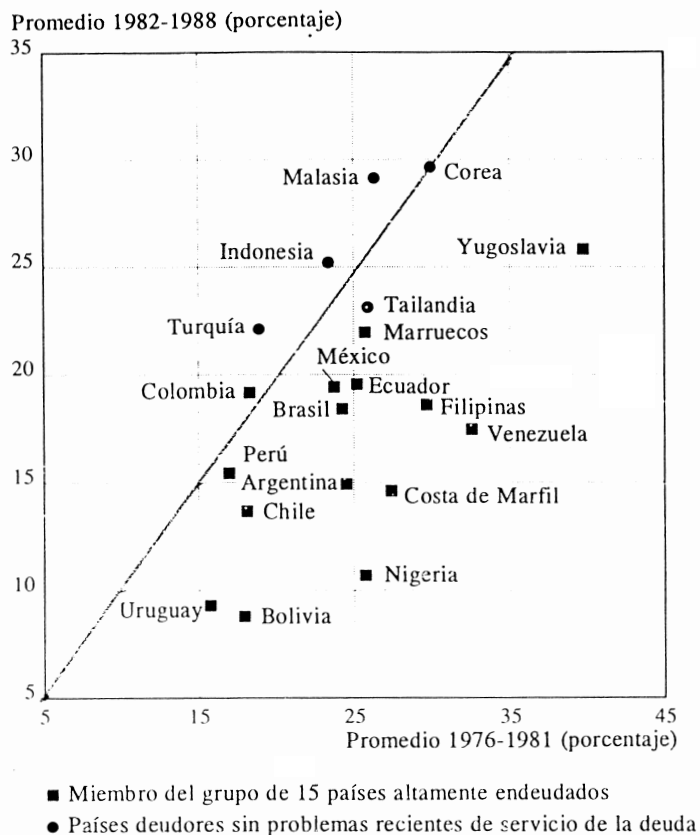


Figura 22-7

El coeficiente inversión/PIB en países seleccionados: 1976-1981 versus 1982-1988 (en porcentaje)

(Fuente: *International Monetary Fund, World Financial Outlook, abril de 1989.*)

22-4 PROBLEMAS DE LOS BANCOS COMERCIALES ACREEDORES

La crisis de deuda se mostró desastrosa, no sólo para los países deudores, sino también para las instituciones crediticias que habían prestado el dinero. En particular, los bancos comerciales se encontraron en profundas dificultades a comienzos de los años 80, después de sus extensos préstamos de la década anterior. La súbita conciencia en 1982 de que gran parte de los préstamos de los bancos comerciales podrían no pagarse jamás sacudió los mercados mundiales de capitales. Repentinamente, pareció que las instituciones financieras líderes en el mundo podrían caer en bancarrota debido a sus créditos excesivos e imprudentes a los países en desarrollo.

Para comprender la fragilidad que afectaba al sistema bancario en 1982, es importante recordar cómo opera un banco comercial. La actividad regular del banco es obtener depósitos del público y hacer préstamos a diferentes clientes con dichos fondos. Los accionistas del banco también contribuyen con su propio dinero a este proceso, pero el dinero de los accionistas, llamado el capital del banco, es sólo una fracción muy pequeña del dinero que el

CUADRO 22-10

**ESTRUCTURA FINANCIERA SIMPLIFICADA
DE UN BANCO TÍPICO**
(A)

Activos		Pasivos	
Préstamos	100	Depósitos	90
		Capital	10

(B)

Activos		Pasivos	
Préstamos	90	Depósitos	90
		Capital	0

(C)

Activos		Pasivos	
Préstamos	85	Depósitos	90
		Capital	-5

banco presta con los fondos de los depositantes.¹⁶ Una estructura financiera típica de un banco se muestra en el cuadro 22-10a. Los fondos que el banco puede prestar vienen de dos fuentes, los depósitos y el capital de los accionistas. Por lo general, el capital de los accionistas representa sólo del 5 al 10% de los préstamos totales, en tanto que el dinero de los depositantes comprende entre el 90 y el 95% de los préstamos. En el cuadro 22-10a, decimos que los depósitos son \$90 millones, el capital es \$10 millones y los préstamos son \$100 millones.

El valor neto del banco, o el capital de los accionistas, es igual al valor de sus préstamos menos el valor de sus deudas a los depositantes. En nuestra ilustración, el capital de los accionistas es \$10 millones (= \$100 millones en préstamos - \$90 millones en depósitos), una pequeña fracción del valor de los préstamos del banco. Como el banco utiliza principalmente fondos prestados para otorgar créditos, incluso un pequeño cambio en el valor de los préstamos puede causar un cambio enorme en el valor del capital de los accionistas. Consideremos, en el cuadro 22-10b, lo que sucede cuándo sólo el 10% de los préstamos resultan incobrables. El valor de mercado de los préstamos cae de \$100 millones a \$90 millones y el valor de mercado del capital accionario cae de \$10 millones a cero. En otras

¹⁶ Utilizamos este balance simplificado sólo con fines ilustrativos. En realidad, el balance de un banco es muchísimo más complicado. Los activos de un banco incluyen no sólo los préstamos que ha hecho, sino también sus inversiones en otros tipos de valores (pagarés de tesorería, por ejemplo), bienes raíces (el edificio central del banco, por ejemplo) y acciones. Los pasivos del banco incluyen no sólo los fondos de sus depositantes, sino también otros tipos de fondos adeudados, como los fondos generados por la venta de obligaciones de corto plazo a interés fijo (certificados de depósito, por ejemplo) y bonos de largo plazo.

palabras, un caída de tan sólo el 10% en el valor de los préstamos vigentes arrasa completamente con el patrimonio de los accionistas (pérdida de 100%).

Debemos señalar aquí un punto complicado respecto a esta contabilidad. Los fiscalizadores de la banca suelen ser poco exigentes en su supervisión y, particularmente, en su aceptación de cómo informan los bancos su valor neto. Con frecuencia, permiten que los bancos pretendan que nada está mal, aún cuando el valor de mercado de los préstamos de un banco pueda haber declinado en forma marcada. Los fiscalizadores permiten frecuentemente que los bancos consideren el valor de sus préstamos como igual al valor nominal íntegro del préstamo original, aunque las perspectivas de reembolso sean bastante bajas. Así, un banco puede pretender en sus libros que un préstamo de \$1 millón a Brasil vale \$1 millón, a pesar del hecho de que la mayoría de los analistas piense que Brasil sólo va a devolver un tercio del préstamo. Así, aun cuando los préstamos de un banco puedan haber declinado en su valor de mercado, el banco puede seguir pretendiendo que sus préstamos conservan el valor total del préstamo original.¹⁷

Ahora bien, aunque la situación *real* es como en la parte (b) del cuadro 22-10, el banco puede continuar informando su condición como en la parte (a), como si nada malo hubiera ocurrido con el patrimonio de sus accionistas. Aun cuando el *valor de mercado* del capital del banco ha desaparecido, el *valor en libros* (como se establece en los informes oficiales del banco) continuará mostrando un valor de \$10 millones. En esencia, el banco está pretendiendo que puede devolver los fondos de sus depositantes con el valor de los préstamos y continuar pagando dividendos a sus accionistas, aunque los préstamos no proveerán dinero suficiente para hacer ambas cosas.

En el cuadro 22-10c, la situación es todavía más dramática. Ahora los préstamos han caído en 15%, a un valor de \$85 millones. El valor neto del banco es ahora negativo (\$85 millones en préstamos - \$90 millones en depósitos). En este caso, el banco no tiene dinero suficiente para devolver sus fondos a los depositantes y podría tener que cerrar. Si efectivamente cierra, en la mayoría de los países el gobierno usará fondos oficiales para pagar a los depositantes, de acuerdo a su programa de seguro a los depósitos.

Teniendo presente este contexto, es fácil entender por qué el mundo acreedor se encontró frente al colapso potencial de su sistema financiero cuando explotó la crisis de deuda a comienzos de los años 80. Muchos de los principales bancos comerciales internacionales se vieron amenazados por la insolvencia. Las instituciones financieras más afectadas por la crisis fueron los nueve grandes bancos de Estados Unidos. Sus préstamos a los países en desarrollo representaban casi el 290% del valor en libros de su capital a fines de 1982, de lo cual tan sólo los préstamos a América Latina totalizaban alrededor de 180% sobre la misma base. Esta exposición a América Latina era sustancialmente mayor que la de los bancos norteamericanos de menor tamaño, como lo muestra el cuadro 22-11.

Ante tan precaria situación de los bancos en 1982, el Tesoro de Estados Unidos centró sus esfuerzos en dar apoyo a los bancos. Se ejerció presión sobre los países deudores para que continuaran sirviendo su deuda a fin de evitar la quiebra de alguno de los bancos principales. Bajo la presión oficial de los gobiernos de Estados Unidos y de los otros principales países industrializados, de hechos los países deudores continuaron sirviendo sus deudas (o, al menos, pagaron los intereses), aunque al enorme costo que examinamos en la sección anterior. Hacia

¹⁷ El valor de mercado del préstamo está determinado por el precio que un tercero estaría dispuesto a pagar al banco para adquirir la propiedad del préstamo. Este precio, por supuesto, puede ser mucho más bajo que el valor nominal del préstamo.

CUADRO 22-11

EXPOSICIÓN DE LOS BANCOS NORTEAMERICANOS EN LOS PAÍSES DEUDORES COMO PORCENTAJE DEL CAPITAL DEL BANCO, VARIOS PERÍODOS, 1982-1988			
Región	Al fin de 1982	Al fin de 1986	Al fin de 1988
Todos los bancos norteamericanos			
Todos los países en desarrollo	186.5	94.8	63.4
América Latina	118.8	68.0	47.3
Nueve bancos principales			
Todos los países en desarrollo	287.7	153.9	108.0
América Latina	176.5	110.2	83.6
Todos los otros bancos			
Todos los países en desarrollo	116.0	55.0	32.2
América Latina	78.6	39.7	21.8
Suplemento			
Capital total de los bancos (US\$ miles de millones)			
Todos los bancos norteamericanos	70.6	116.1	135.6
Nueve bancos principales	29.0	46.7	55.8
Todos los otros bancos	41.6	69.4	79.8

Fuente: Federal Financial Institutions Examination Council, "Country Exposure Lending Survey", 25 de abril de 1983, 24 de abril de 1987 y 12 de abril de 1989.

fin de los años 80, la situación de los bancos con respecto a la deuda del mundo en desarrollo había mejorado mucho, aunque varios de los bancos claves estadounidenses continuaban afectados por deudas internas incobrables. En lo que se refiere a las deudas del tercer mundo, los nueve mayores bancos de Estados Unidos habían reducido su exposición a todos los países en desarrollo de 288% del valor en libros en 1982 a sólo 108% del valor en libros en 1988. Para los restantes bancos estadounidenses, los préstamos totales a países en desarrollo representaban menos de un tercio de su valor neto.

El mejoramiento de la situación de los bancos tenía una explicación clara. Después de 1982, los bancos estadounidenses se embarcaron en un exitoso plan de aumento de su capital accionario, al mismo tiempo que restringían en forma drástica sus préstamos a los países en desarrollo. En cada uno de esos años, los bancos han recibido pagos de intereses del mundo en desarrollo que son sustancialmente mayores que los préstamos otorgados. Algunos bancos

redujeron aún más su exposición vendiendo deuda externa con descuento a otros bancos, a inversionistas extranjeros o a especuladores.¹⁸

La venta de deuda de los países en desarrollo por bancos deseosos de librarse de estos riesgosos activos condujo pronto al desarrollo de un ágil *mercado secundario* de deuda. Los bancos descubrieron que había agentes dispuestos a comprar los títulos de los bancos sobre México, Brasil y otros países deudores, siempre que el precio fuera suficientemente bajo. Por ejemplo, una deuda del gobierno mexicano de valor nominal US\$100 podía venderse por alrededor de US\$50, lo que reflejaba la percepción del mercado de que México sólo devolvería en el largo plazo alrededor de la mitad de su deuda.

Entre 1987 y 1989, el volumen de transacciones en el mercado secundario creció de manera considerable y los precios de la deuda de los países en desarrollo cayeron en forma aguda. La caída en el precio reflejaba dos tendencias. Primero, muchos países sencillamente cesaron el servicio de su deuda, parcial o totalmente, incluyendo a Argentina, Bolivia, Brasil, Costa Rica, Cuba, Ecuador, Honduras, Nicaragua y Perú. Segundo, los bancos comerciales se tornaron mejor dispuestos a aceptar pérdidas en sus balances una vez que sus propios riesgos de insolvencia habían pasado. El cuadro 22-12 muestra la persistente tendencia descendente en los precios del mercado secundario para la deuda de la mayoría de los países latinoamericanos a través del período 1986-1989, con la mayor caída en 1987. Algo muy similar ocurrió con la deuda de otros países del tercer mundo. Sin embargo, en 1990, los precios mostraron una importante recuperación en los casos de Chile, México y Venezuela, que se habían beneficiado de una combinación de recuperación económica y una reducción del peso de la deuda a través de la renegociación de préstamos y los intercambios de deuda por otros tipos de activos financieros.

Aunque los bancos evitaron la insolvencia en los años 80, no lograron escapar ilesos de la década. El valor de sus acciones se había visto fuertemente afectado por el crédito excesivo de los años 70. En efecto, los precios bursátiles de los bancos norteamericanos terminaron reflejando una pérdida anticipada sustancial en sus préstamos a países en desarrollo, pérdida que fue del mismo orden de magnitud que los descuentos del mercado secundario sobre estos activos.¹⁹

22-5 HACIA UNA SOLUCIÓN DE LA CRISIS DE DEUDA

Históricamente, los países que han enfrentado una crisis de deuda han superado sus problemas por medio de una combinación de acciones. Por un lado, han reducido el gasto doméstico lo suficiente como para servir parte de la deuda, mientras que, por otra parte, han renegociado los términos de los contratos de deuda con sus acreedores a fin de reducir el peso de la deuda

¹⁸ Varios países —incluyendo a Argentina, Brasil, Chile y México— implementaron mecanismos para reducir su deuda externa usando los descuentos del mercado secundario. Estos fueron los llamados “intercambios de deuda” (debt swaps), un intercambio de deuda externa con descuento por deuda interna o capital accionario. Los programas de Chile fueron los mayores de todos. Para una evaluación de las implicancias macroeconómicas de los “swaps” en base al caso chileno, ver Felipe Larraín y Andrés Velasco, “Can Swaps Solve the Debt Crisis? Lessons from the Chilean Experience”, *Princeton Studies in International Finance*, N° 69, Princeton University, noviembre de 1990.

¹⁹ Ver Jeffrey Sachs y Harry Huizinga, “The U.S. Commercial Banks and the Developing Country Debt Crisis”, *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 2, 1987, para un análisis de los precios bursátiles de los bancos y el mercado secundario para la deuda de los países en desarrollo.

CUADRO 22-12

PRECIOS DE LA DEUDA LATINOAMERICANA EN EL MERCADO SECUNDARIO, 1986-1989 (COMO % DEL VALOR PAR)												
	1986			1987			1988			1989		
	Ene.	Jun.	Dic.	Ene.	Jun.	Dic.	Ene.	Jun.	Dic.	Ene.	Jun.	Dic.
Argentina	62	65	66	64	52	35	32	25	21	20	13	13
Bolivia	—	6	7	8	9	11	11	11	10	10	11	11
Brasil	75	74	74	72	62	46	46	51	41	37	31	21
Colombia	82	81	86	86	85	65	65	65	57	56	57	64
Costa Rica	48	35	35	36	15	15	11	12	13	14	17	—
Chile	67	67	68	70	61	61	60	56	60	61	59	65
Ecuador	68	64	65	65	50	37	35	27	13	13	12	15
México	69	59	56	57	57	51	50	51	43	40	40	35
Nicaragua	—	4	4	4	5	4	4	2	2	2	1	1
Perú	25	20	18	18	14	7	7	6	5	5	3	6
Uruguay	—	63	66	68	74	60	59	60	60	60	56	50
Venezuela	80	76	74	75	71	58	55	55	41	38	37	35
Promedio*	—	64.9	64.2	63.7	58.5	46.5	45.1	45.4	37.7	35.2	31.9	27.5

* Promedio ponderado para toda América Latina según deuda bancaria.

Fuente: *Economic Commission for Latin America and the Caribbean (CEPAL)*, Preliminary Overview of the Economy of Latin America and the Caribbean, 1989, *Santiago, Chile, diciembre de 1989*.

a un nivel razonable. Esta combinación, austeridad interna junto con una reducción negociada del peso de la deuda, parece ser la fórmula que pondrá término también a la actual crisis de deuda.

No obstante, ha tomado un largo tiempo llegar a esta solución de compromiso para la crisis de deuda de los 80. A fines de 1990, cuando la crisis había entrado a su noveno año, la mayoría de los países deudores con problemas estaban todavía atrapados en la crisis y era muy escasa la reducción negociada de la deuda que había tenido lugar. Algunos países habían cesado unilateralmente el pago de la deuda, pero no habían logrado todavía renegociar sus contratos de deuda con los bancos comerciales.

Dificultades para Alcanzar una Solución

No es difícil comprender por qué la solución acordada no se alcanzó con rapidez. A los gobiernos acreedores les preocupaba en extremo la solidez de los bancos comerciales. Presionaron entonces a los países deudores a hacer fuertes pagos de servicio de la deuda cada año, aun si esto se transformaba en crisis económicas internas muy severas en los países deudores. Esta simple estrategia resultó efectivamente en grandes superávit comerciales en los países deudores —lo suficiente para pagar grandes sumas a los bancos comerciales— pero a un costo inmenso. Las economías de muchos países deudores colapsaron bajo el brusco tránsito del endeudamiento al repago, el crecimiento económico se detuvo y muchos países

fueron lanzados a una hiperinflación dada la pesada carga de la deuda sobre el presupuesto fiscal.

A fines de 1985, los gobiernos acreedores introdujeron una política menos severa, conocida como el Plan Baker.²⁰ Bajo el nuevo plan, los gobiernos acreedores continuaban oponiéndose a toda reducción negociada de la carga de la deuda, todavía temerosos por la solidez financiera de los bancos, pero daban su apoyo a un alivio de corto plazo del peso de la deuda permitiendo al país deudor y a los bancos renegociar y alargar el programa de pagos. Los países deudores también recibirían más apoyo financiero del Fondo Monetario Internacional (FMI) y del Banco Mundial. En retribución por este mayor financiamiento, los gobiernos deudores se comprometían a aplicar reformas de largo plazo bajo el ojo vigilante del FMI y del Banco Mundial.

Los gobiernos acreedores también relajaron los términos de pago de las deudas contraídas directamente con ellos y no con bancos. En tanto que los bancos comerciales y los países deudores renegociaban sus contratos en el contexto del “Club de Londres”, las deudas de gobierno a gobierno se renegociaron en el contexto del “Club de París”.²¹ Tanto los bancos como los gobiernos acreedores en el Club de París hicieron la renegociación de la deuda en forma contingente para que el país deudor alcanzara un acuerdo con el FMI sobre su programa de reformas.

A pesar de los esfuerzos del Plan Baker, la crisis de deuda continuó sin resolverse en gran parte del mundo en desarrollo. Simplemente posponer algunos pagos de la deuda no era suficiente; se necesitaba una real reducción de la deuda, como había resultado ser el caso en anteriores crisis de deuda históricas. La siguiente fase de la crisis de deuda dio, en consecuencia, el paso hacia la reducción efectiva de la deuda.

El Plan Brady

A medida que iba quedando en claro que el Plan Baker no ofrecía una solución al problema de la deuda, diversos analistas empezaron a sugerir nuevas alternativas. Aunque las nuevas proposiciones fueron muy numerosas,²² la mayoría de ellas compartía tres principios básicos. Primero, los países deudores necesitaban una reducción permanente de la carga de la deuda. Segundo, la magnitud de reducción de la deuda debía decidirse sobre una base caso por caso que reconociera, por ejemplo, que Bolivia puede pagar una menor proporción de su deuda que Argentina, la que a su vez puede pagar menos que Brasil y México. Tercero, el alivio de la deuda debe concederse sólo a aquellas economías que están dispuestas a aplicar programas con reformas significativas en sus políticas y bajo supervisión internacional. Un cuarto principio

²⁰ El Plan Baker toma su nombre del entonces secretario del Tesoro de Estados Unidos, James Baker III, que fue el iniciador de esta política.

²¹ El “Club de París” se refiere a las reuniones sostenidas bajo el auspicio del ministro de Hacienda francés, en las que los gobiernos acreedores aceptaron posponer o facilitar de alguna otra forma los términos de pago de los préstamos que les adeudaban directamente los países en desarrollo. El “Club de Londres” se refiere a negociaciones entre los bancos y el país deudor y refleja el hecho de que las primeras negociaciones tuvieron lugar con frecuencia en Londres. Más recientemente, el nombre se ha hecho equívoco, dado que un creciente número de negociaciones ha tenido lugar en Nueva York.

²² La edición de julio/agosto de 1988 de *International Economy* contaba 24 proposiciones principales para resolver la crisis de deuda. Para un análisis de las propuestas más importantes, ver Jeffrey Sachs, “New Approaches to the Latin American Debt Crisis”, *Essays in International Finance*, N° 174, Princeton University, julio de 1989.

resultó algo más controvertido, pero finalmente fue aceptado. Sostenía que los bancos comerciales debían recibir protección contra pérdidas futuras a cambio de aceptar una reducción negociada de la deuda. Esta protección debía tomar la forma de garantías, dadas por los acreedores oficiales y por el propio país deudor, sobre la nueva deuda que quedara después de la reducción de la antigua deuda.

La controversia sobre los nuevos enfoques para resolver la crisis de deuda se estaba volviendo cada vez más acalorada cuando el gobierno recién inaugurado de George Bush sorprendió a la mayoría de los analistas con el anuncio del Plan Brady.²³ Esta nueva propuesta marcaba un cambio fundamental respecto del Plan Baker en cuanto reconocía que una reducción de la deuda con los bancos comerciales era parte importante de la solución del problema. Al mismo tiempo, radicaba en el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial el papel clave de apoyar la reducción de deuda mediante sus políticas crediticias.

El Plan Brady fue un reconocimiento explícito de que, para la mayoría de los países deudores, el pago íntegro de su deuda externa estaba fuera de su alcance, incluso con préstamos adicionales de corto a mediano plazo. El Plan Brady era breve en aspectos específicos, dejando los detalles para ser discutidos entre cada país y sus acreedores exteriores. Sin embargo, describía el mecanismo general para lograr la reducción de deuda: los países debían negociar con sus bancos acreedores para reducir sus obligaciones, sea mediante una reducción de la tasa de interés o una rebaja en el capital.²⁴

Bajo el nuevo esquema, el país deudor presentaría a los bancos un “menú” de opciones de reducción de deuda, de entre las cuales los bancos escogerían voluntariamente. Al mismo tiempo, algunos bancos podrían escoger otorgar nuevos créditos al país deudor en lugar de aceptar una reducción de la deuda. ¿Por qué podrían los bancos aceptar una negociación de reducción de la deuda de un país particular? El principal argumento era que los bancos debían reconocer que la deuda del país era tan grande que nunca podría pagarse en su totalidad. *Por tratar de cobrar la deuda en su totalidad, los bancos podrían desestabilizar al país deudor en grado tal que terminarían con menores pagos que si aceptaban una reducción ordenada de la deuda mediante negociaciones.*

Este argumento, conocido como la “sobrecarga de deuda” (debt overhang), fue la motivación para la reducción de deuda.²⁵ La sobrecarga de deuda en mora reducía efectivamente la capacidad de largo plazo del deudor de pagar la deuda. Al reducir la deuda en mora a través de negociaciones, tanto los acreedores como el deudor quedarían en la práctica en mejores condiciones.

En 1991, ya varios países habían alcanzado acuerdos con los bancos comerciales bajo el marco del Plan Brady. Después de prolongadas negociaciones, los bancos acreedores de México aceptaron reducir la deuda de este país en alrededor de 35%. Costa Rica logró una reducción de deuda mucho más profunda, de cerca de 65%. Venezuela también negoció un paquete que incluía reducción de deuda. Acuerdos de menor consecuencia se alcanzaron

²³ Este plan toma su nombre del secretario del Tesoro de Estados Unidos, Nicholas Brady, quien lo anunció en marzo de 1989.

²⁴ Para un análisis detallado del Plan Brady, ver Jeffrey Sachs, “Making the Brady Plan Work”, *Foreign Affairs*, Council on Foreign Relations, verano de 1989.

²⁵ Este argumento fue desarrollado por primera vez por Jeffrey Sachs, “The Debt Overhang of Developing Countries”, en R. Findlay, G. Calvo, P. Kouri y J. Braga de Macedo, editores, *Debt, Stabilization and Development: Essays in the Honor of Carlos Díaz Alejandro*, Basil Blackwell, Oxford, 1989. Una elaboración del mismo se encuentra en Paul Krugman, “Market-Based Debt-Reduction Schemes”, en Jacob Frenkel, editor, *Analytical Issues in Debt*, International Monetary Fund, Washington, D.C., 1988.

también con algunos otros países. Muchos otros países, incluidos Ecuador y Polonia, estaban negociando paquetes de reducción de deuda con sus bancos acreedores a fines de 1990.

Un problema que sigue estorbando la aplicación del Plan Brady es el llamado problema del “pasajero gratis” (free-rider). Aun cuando los bancos como grupo pueden estar de acuerdo en reducir la deuda de un país, cada banco individual está interesado en minimizar sus propias pérdidas. Así, cada banco espera que los *otros* bancos condonen suficiente deuda de modo que él no tenga que hacerlo con la propia. En otras palabras, cada banco trata de “viajar gratis” con las concesiones otorgadas por los otros bancos. En una quiebra judicial, hay un síndico de quiebra que asegura que cada acreedor participa por igual en la reducción de deuda. Pero en la crisis global de deuda, no hay un síndico de quiebra, de modo que cada banco puede continuar tratando de minimizar su propia contribución a la reducción global de la deuda. Mientras no se supere más efectivamente el problema del “pasajero gratis”, el monto de alivio de la deuda que se alcance bajo el Plan Brady puede ser demasiado poco y acaso demasiado tarde para resolver la crisis de deuda en muchos países.

Además del Plan Brady, que se dirige al problema de la deuda con los bancos comerciales, los gobiernos acreedores también han tomado nuevas iniciativas para reducir la carga de la deuda de gobierno a gobierno. En 1987, acordaron una política de reducción de esta deuda para los países más pobres del Africa Sub-Sahara y, en 1991, intensificaron este esfuerzo para los países más pobres. En 1991, el alivio de las deudas oficiales fue puesto también en la agenda para algunos otros países. Egipto y Polonia fueron los primeros beneficiarios de esta política expandida en 1991, cuando el Club de París de los acreedores oficiales redujo a la mitad las deudas de gobierno a gobierno de estos dos países. Al mismo tiempo, el gobierno norteamericano anunció una nueva política llamada la Iniciativa de las Américas, en que Estados Unidos ofrecía reducir algunas deudas de gobierno a gobierno de países que emprendieran reformas económicas fundamentales. Como la crisis de deuda continúa para decenas de países, es probable que estas iniciativas se extiendan aún más en los próximos años.

Sin embargo, no es suficiente reducir el peso de la deuda para que los países deudores reanuden su crecimiento. Al mismo tiempo es necesario implementar importantes medidas de política para así reestructurar la economía. Estas medidas entran en dos grandes categorías, la reforma del sector público y la liberalización de los mercados. La reforma del sector público se orienta a reducir el tamaño y la participación del gobierno en la economía y a menudo incluye un dinámico programa de privatización de empresas públicas.²⁶ En muchos países, también es necesaria una reforma del sistema tributario para mejorar su eficiencia y equidad. La liberalización corresponde principalmente a la apertura de la economía al comercio con el resto del mundo, con medidas para liberalizar la cuenta corriente y la cuenta de capitales de la balanza de pagos.

Con frecuencia, sin embargo, el proceso de reforma económica es costoso y sus resultados toman tiempo en mostrarse. A comienzos de los años 90 en América Latina, Chile y México estaban en la primera línea en cuanto a reforma económica, con la mayor parte de los cambios estructurales ya consolidados o en vías de consolidación. Otros países, como Argentina y Brasil, estaban apenas empezando a implementar las reformas necesarias.²⁷

²⁶ Ver el capítulo final en F. Larraín y M. Selowsky, *The Public Sector and the Latin American Crisis*, ICS Press, San Francisco, 1991.

²⁷ Para una evaluación del progreso de la reforma en América Latina a comienzos de los años 90, ver John Williamson, *Latin American Adjustment: How Much Has Happened?*, Institute for International Economics, Washington, D.C., 1990.

22-6 RESUMEN

Los países en desarrollo experimentaron una profunda crisis económica en los años 80, sin precedentes desde los años 30, como resultado de la cual muchos de estos países terminaron más pobres a fines de los 80 de lo que eran al comenzar esa década. Casi todas las naciones que experimentaron severas dificultades económicas estaban bajo el peso de una deuda externa muy grande con una onerosa programación del servicio de la deuda. La crisis impactó con especial dureza a las economías de África y América Latina, dejando casi sin tocar a los países de ingreso mediano del Este Asiático. En los países más pobres —especialmente en África, pero también en América Latina— el colapso del desarrollo económico en los 80 causó un agudo retroceso en las tendencias en mortalidad infantil, desnutrición infantil y otros indicadores sociales.

La *crisis de deuda* fue resultado de algunos *factores externos* comunes y también de políticas económicas domésticas aplicadas en los países deudores individuales. El shock del petróleo contribuyó a un gran incremento en la disponibilidad de préstamos a bajo interés para países en desarrollo. La mayor parte del endeudamiento, tanto en América Latina como en África correspondía a deudas de los gobiernos más que a las deudas del sector privado. África tomó préstamos principalmente de fuentes oficiales (otros gobiernos e instituciones internacionales) y América Latina de bancos comerciales. Las condiciones económicas tuvieron un marcado cambio entre la segunda mitad de los años 70 y comienzos de los 80, cuando las tasas de interés mundiales subieron en forma abrupta y los términos de intercambio se deterioraron para el mundo deudor. Los deudores eran altamente vulnerables a un incremento de las tasas de interés dado que una gran proporción de los préstamos se había pactado a tasa variable. Como resultado de estos shocks, los créditos externos y los flujos de inversión extranjera declinaron abruptamente.

Las *políticas internas* también tuvieron importante responsabilidad en la generación de la crisis. Los países siguieron políticas fiscales excesivamente expansivas mientras pudieron contar con financiamiento externo. Políticas erróneas respecto al comercio y el tipo de cambio fueron también factores decisivos. Los países latinoamericanos tenían regímenes comerciales cerrados y permitían una alta sobrevaluación del tipo de cambio. Por el contrario, los países del Este Asiático que escaparon a la crisis poseían un comercio internacional más libre y tipos de cambio más realistas que hacían rentable la exportación. En América Latina, la combinación de grandes déficit fiscales y tipos de cambio sobrevaluados resultó también en una *fuga de capitales* de gran escala.

El colapso del financiamiento externo y el deterioro de los términos de intercambio a comienzos de los años 80 llevó a una aguda caída de la demanda agregada. La balanza comercial se ajustó rápidamente, pasando de grandes déficit a masivos superávits, principalmente a través de una compresión de las importaciones. El ajuste tuvo alto costo e involucró importantes incrementos del desempleo. La combinación de depresión económica y devaluación real de las monedas de los países deudores incrementó el *peso de la deuda*, como quiera que se le mida, hasta niveles muy altos. Los coeficientes deuda/PIB se remontaron en muchos casos a más de 100%. Otra manera de interpretar este proceso de ajuste es desde la perspectiva ahorro-inversión. Cuando cesaron los préstamos externos, las tasas de interés en los países deudores tuvieron que subir significativamente, constriñendo de este modo la inversión interna.

La crisis de deuda externa es generalmente la imagen refleja de una *crisis fiscal*, como en este caso en que la mayor parte del endeudamiento externo fue suscrito por los gobiernos. Préstamos externos habían financiado grandes déficit presupuestarios hasta comienzos de los años 80. Al terminarse el financiamiento externo, los gobiernos no pudieron reducir los déficit

con tanta rapidez y tuvieron que depender de fuentes internas de financiamiento como el endeudamiento interno o la emisión de moneda. Este proceso tendió a alimentar inflaciones muy altas.

Los bancos comerciales acreedores —especialmente los grandes bancos de Estados Unidos— también sufrieron el duro impacto de la crisis de deuda, ya que los préstamos a países en desarrollo representaban una alta proporción de su base de capital. Como el capital de un banco es una fracción pequeña de los préstamos totales, una leve reducción en el valor de los préstamos puede causar una declinación considerable en el capital accionario. A fines de los años 80, la *exposición de los bancos* a la deuda de los países en desarrollo había disminuido significativamente. Esto fue consecuencia de un exitoso plan de los bancos para incrementar su base de capital y reducir su stock de deuda de países en desarrollo, por ejemplo, por medio de la venta de deuda en el mercado secundario. Algunos países deudores alentaron los *intercambios de deuda* (swaps) a través del mercado secundario tanto para reducir su deuda externa como para promover la inversión extranjera.

Históricamente, los países que han enfrentado una crisis de deuda han salido de ella por medio de una combinación de austeridad interna y reducción negociada del peso de la deuda. En la crisis actual, ha tomado un tiempo prolongado llegar a una solución de compromiso. Inicialmente, los gobiernos acreedores aplicaron presión a los países deudores para mantener sus pagos al día. A fines de 1985, el *Plan Baker* apoyó el alivio de corto plazo de los deudores mediante renegociaciones voluntarias con sus acreedores y préstamos de instituciones multilaterales a los deudores. Sin embargo, todavía existía oposición a negociar una reducción permanente del peso de la deuda.

A comienzos de 1989, el *Plan Brady* marcó un considerable cambio en el escenario de la deuda, en cuanto reconoció que una reducción negociada de la deuda con los bancos comerciales era parte importante de la solución del problema. Los bancos estarían de acuerdo con esto si reconocían que intentar cobrar la deuda en su totalidad podría desestabilizar en grado tal al país deudor que terminarían con menor pago que si aceptaban una reducción ordenada de la deuda (el argumento llamado de la “sobrecarga de deuda”). Bajo el Plan Brady, la *reducción de la deuda* se concedería sólo a los países que aceptaran introducir reformas económicas fundamentales para reducir el tamaño del estado y abrir sus economías. A fines de 1990, México, Costa Rica y Venezuela ya habían alcanzado acuerdos con los bancos comerciales bajo el esquema del Plan Brady.

Conceptos claves

crisis de deuda	peso de la deuda
coeficiente deuda-PIB	coeficiente de servicio de deuda
tasas de interés variable	LIBOR
políticas populistas	tipo de cambio sobrevaluado
fuga de capitales	transferencia neta de recursos
exposición de un banco	mercado secundario para la deuda del
intercambio de deuda (swaps)	mundo en desarrollo
Club de Londres	Club de París
Plan Brady	Plan Baker
reducción de deuda	sobrecarga de deuda (debt overhang)

Problemas y Preguntas

1. Muchos analistas piensan que los préstamos bancarios a países en desarrollo en los años 70 no fueron evaluados con suficiente cuidado. ¿Cuáles son las variables macroeconómicas apropiadas que deben observarse antes de prestar dinero a un gobierno extranjero?
2. Defina tres indicadores diferentes del peso de la deuda. ¿Cuál de ellos es el mejor indicador del problema de liquidez de un país? ¿Y cuál indica mejor los problemas de solvencia de un país? ¿Por qué?
3. Comente la siguiente declaración: “Como resultado de la crisis de deuda a comienzos de los años 80, los gobiernos en toda América Latina están rechazando las políticas orientadas hacia adentro y la extensión de la propiedad estatal, en favor de un enfoque basado en el mercado que enfatiza la apertura y la propiedad privada”.
4. ¿En qué medida el manejo cambiario y las políticas comerciales pueden explicar el diferente desempeño de América Latina y del Este Asiático durante la crisis de deuda? ¿Hay también otros factores importantes que expliquen esta diferencia?
5. Se ha dicho que la crisis de deuda frenará el desarrollo económico en los países en desarrollo por mucho tiempo después de que se haya superado la crisis. Analice al menos dos razones diferentes que justifiquen esta afirmación.
6. Un país tiene un coeficiente deuda a PIB de 100%. Súbitamente, el precio de su principal exportación, el café, eleva su precio en 50% en los mercados mundiales. Los analistas creen que esta alza de precio durará por lo menos cinco años. Suponga que los analistas están en lo cierto. Utilice un gráfico como el de la figura 22-4 para analizar los cambios que este incremento de precio implica para los precios relativos del país y para su carga de deuda externa.
7. El Banco XYZ tiene \$1 mil millones en depósitos y una base de capital de \$100 millones. El banco ha prestado \$250 millones (en proporciones iguales) a tres países latinoamericanos cuya deuda se transa a un promedio de 50% del valor par en el mercado secundario. ¿Cuál es la situación financiera de este banco? ¿Puede el banco continuar sus operaciones?
8. Discuta las principales razones que llevaron a la comunidad financiera internacional a reevaluar la estrategia de deuda en 1989. ¿Cuáles son los principales puntos de la nueva estrategia que se anunció en ese momento? ¿Cómo se aparta de la estrategia anterior?
9. ¿Deberían tratarse todos los países en desarrollo en forma similar en el contexto de una propuesta de alivio de la deuda? De ser necesario diferenciar entre ellos, ¿cuáles deberían ser los criterios para hacerlo?
10. ¿Bajo qué circunstancias tiene sentido para un banco comercial hacer nuevos préstamos a un país en desarrollo que tiene problemas significativos con el servicio de su deuda? ¿Bajo qué circunstancias tendría sentido para el banco acceder a una reducción de deuda?