

24/03/05  
(13.927p)

#### **IV. LA GRAN CRISIS DE LA DEUDA LATINOAMERICANA: UN DECENIO DE AJUSTE ASIMÉTRICO\***

##### **INTRODUCCIÓN**

América Latina sufrió en los años ochenta la mayor crisis económica desde la recesión mundial de los treinta. El hilo conductor de la crisis fue el endeudamiento externo con la banca privada internacional.

La crisis se incubó en el curso del decenio de 1970, en un proceso que involucró la co-responsabilidad de tres partes: deudores, acreedores y gobiernos e instituciones multilaterales, con un claro carácter sistémico. La parte deudora, que incluía a la mayoría de los países de América Latina, se endeudó a una velocidad y niveles difícilmente sostenibles, incurriendo así en una falta de perspectiva de largo plazo. Cayó, entonces, en el camino fácil que le permitió elevar su capacidad de gasto (en consumo y/o inversión), financiado con los préstamos bancarios externos. Fue un proceso prolongado y creciente, intensificado entre 1976 y 1981.

Para que los PALs pudiesen endeudarse se requirió que los prestamistas estuviesen dispuestos a aportar sus recursos. De hecho, producto de la dinámica del mercado a comienzos de los años setenta, los bancos comerciales internacionales mostraron una disposición muy favorable a prestar. Esta tendencia se acentuó progresivamente al adoptar una posición activa para colocar en los PALs los abundantes recursos financieros que estaban captando de los países productores de petróleo. En efecto, rompiendo con las normas tradicionales de las operaciones bancarias, recorrieron con entusiasmo la región buscando prestatarios. Fue un proceso en el que

---

\* Coautor Robert Devlin. Publicado en G. Helleiner *et al.* (ed.), *Poverty, Prosperity and the World Economy*, Macmillan, Londres, 1995. Fue reproducido en R. Ffrench-Davis, *Para reformar las reformas en America Latina*, McGraw-Hill, Santiago, 1999.

se relajaron progresivamente las salvaguardias y garantías. Hubo entonces una clara co-responsabilidad de los bancos en la gestación de la crisis.

La tercera parte involucrada estuvo constituida por las instituciones multilaterales, como el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial, y los gobiernos de los países industrializados. Ellos, en general, tenían una visión benigna o ingenua del creciente endeudamiento con mercados privados internacionales y alentaron a los países deudores a remover las restricciones sobre el endeudamiento externo de sus agentes públicos y privados. Esas instituciones internacionales no previeron que la abundancia de recursos financieros y la existencia de bajas tasas de interés reales obedecían, en parte, a factores coyunturales que podrían revertirse bruscamente. Como comentaron funcionarios del FMI en vísperas de la crisis: "La situación general de la deuda durante los años setenta se adaptó a las grandes tensiones introducidas en el sistema internacional de pagos [...] Aunque algunos países experimentaron dificultades, se evitó que se generalizara el problema de gestión de la deuda, y en conjunto las perspectivas para el futuro inmediato no dan motivo para alarmarse" (Nowzad *et al.*, 1981).

El cambio de escenario se registró, de manera generalizada, en 1982. El corte brusco del financiamiento bancario hacia América Latina la sumió en la grave crisis que se extendió por toda la región y duró un decenio. La brusca readecuación macroeconómica desde una excesiva abundancia a una extremada escasez de fondos fue costosa en lo económico y en lo social. La crisis de la deuda marcó en forma indeleble a la sociedad latinoamericana. Por una parte, se retrasó dramáticamente el crecimiento económico, lo que dio lugar a la caracterización común de una "década perdida". Por otra parte, derribó el modelo en boga en América Latina, basado en la sustitución de importaciones y la intervención estatal, dejando en su lugar estrategias de corte neoliberal.<sup>1</sup>

El vigoroso crecimiento de América Latina durante la posguerra cesó bruscamente. Entre 1950 y 1980, la tasa media de crecimiento del PIB había sido de 5,5% anual, una de las más altas

---

<sup>1</sup> La crisis fue generalizada y se produjo en PALs con diversos grados de intervencionismo. Sin embargo, el país que experimentó la caída más drástica del PIB y la mayor tasa de desocupación fue Chile, que había realizado amplias reformas neoliberales y que exhibía un excedente fiscal a fines de los años setenta y comienzos de los ochenta (ver Ffrench-Davis, 2004, caps. I y II).

del mundo en ese período.

Cuando los créditos externos fueron cortados por los acreedores bancarios, los PALs se vieron forzados a reducir su demanda agregada. Pasaron así de una situación en que gastaban más que lo que producían a otra en la que gastaban menos que lo producido. En efecto, una fracción apreciable debieron destinarla a servir la deuda externa; es lo que se denomina transferencias financieras netas (TFN) negativas (pagos de intereses y amortizaciones mayores que los préstamos nuevos). Además, el problema de la transferencia fue agravado por la fuga de capitales de residentes (motivada por expectativas de devaluación y un prolongado proceso de ajuste e incertidumbre) y el deterioro de los términos del intercambio.

Normalmente, cuando cambia brusca y fuertemente el signo y el monto de la TFN se producen trastornos macroeconómicos, que en este caso se reflejaron en una pronunciada subutilización de la capacidad productiva de la región, con la consiguiente baja de productividad, empleo y salarios, y una merma de los ingresos tributarios fiscales. Frente a esta situación, los gobiernos redujeron sus gastos, estrechando las redes de servicios sociales, en tanto que el sector privado disminuyó su inversión al verse enfrentado a un mercado recesivo (ver cap. II).

La administración de la crisis fue liderada por un comité representativo de los bancos acreedores, en conjunto con el FMI, el Banco Mundial y los gobiernos de los países industrializados, especialmente el de los Estados Unidos. En un comienzo, los principales actores pensaron que la crisis era coyuntural y que sería superada rápidamente y con costos moderados. Sin embargo, los prestamistas habían subestimado la profundidad del ajuste requerido en las estructuras productivas de la región, ante un corte tan drástico de los fondos y el limitado dinamismo exhibido por la economía mundial.<sup>2</sup>

La gestión de la crisis de la deuda externa involucró el predominio en instancias decisorias de las instituciones y agentes económicos con perspectiva de corto plazo y especializados en el ámbito financiero. De esta manera, se produjo un desplazamiento de los

---

<sup>2</sup> En el capítulo X, sec. 2, se examina el papel del entorno internacional, que contribuyó a profundizar la crisis de la deuda a comienzos de los ochenta, en tanto que morigeró fuertemente el “efecto tequila” en 1995.

actores caracterizados por un horizonte más extenso y con un énfasis mayor en la economía real y el productivismo. En ese proceso, la eficiencia del ajuste y la equidad fueron los perdedores, acentuándose la pobreza y la desigualdad distributiva a través de casi toda la región (CEPAL, 1992; 1999).

Con el transcurso de los años ochenta, los PALs lograron reorientar sus economías en la dirección de gastos (consumo e inversión) menos intensivos en rubros importados y de una producción más intensa en exportables. Las masivas devaluaciones cambiarias fueron una variable fundamental que, junto a otros estímulos –incluyendo un exceso de capacidad productiva subutilizada debido a la recesión–, promovieron el desarrollo exportador. El volumen de las exportaciones se expandió fuertemente a partir de 1983. Sin embargo, esta expansión, que también tuvo lugar en otras regiones en desarrollo, enfrentó mercados internacionales deprimidos. En consecuencia, los precios de venta mostraron un claro deterioro, por lo que el crecimiento de los ingresos en moneda extranjera fue notablemente inferior que el del quantum de exportaciones.

Por último, hacia comienzos del decenio de 1990 se registra un resurgimiento del financiamiento privado. Esto está asociado, en parte, a la recuperación de la confianza de los medios financieros, luego de que varios PALs consolidasen sus reformas estructurales. No obstante, el factor más decisivo pareciera ser la liberalización de la oferta de flujos financieros y la prolongada recesión experimentada por los Estados Unidos. La brusca disminución de las tasas de interés en dólares mejoró la capacidad crediticia de la región y tornó muy notorias grandes diferenciales de tasas de interés y utilidades, lo que indujo a los residentes de los PALs a repatriar capital y a inversionistas estadounidenses a efectuar colocaciones financieras de alto rendimiento en la región (ver cap. V).

Los pocos grados de libertad de los gobiernos latinoamericanos en el manejo de la crisis de los años ochenta, junto con las presiones externas, contribuyeron a un vuelco hacia políticas económicas de corte neoliberal. El proceso de ajuste fue tan costoso socialmente debido, en parte, a la gran restricción financiera, dominante en la macroeconomía de América Latina durante casi un decenio. El retorno de capitales privados a la región durante la primera mitad de los

noventa, representó "el ingrediente faltante" en ese extenso período de ajuste en los ochenta, e hizo desaparecer esa restricción financiera externa. Además, el recuperado acceso al financiamiento motivó un optimismo que no se había observado durante todo un decenio. No obstante, más que eso, la región requería redefinir una estrategia de desarrollo y de manejo macroeconómico que evitase repetir pronunciados ciclos económicos de auges y fracasos, y generar un desarrollo productivo sostenible en el tiempo y con una mayor equidad social (CEPAL, 1998).

En la sección 1 se examina la gestación de la crisis en los setenta. La sección 2 presenta la emergencia de la crisis, incluyendo una comparación con crisis anteriores. La sección 3 analiza las diversas fases de gestión de las negociaciones que enmarcaron los ajustes que se vieron obligados a efectuar los PALs, bajo la conducción del Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional y el Ministerio de Hacienda estadounidense. La sección 4 examina la naturaleza del ajuste recesivo experimentado por los PALs y su costo económico. La sección 5 presenta algunas conclusiones.

## **1. GESTACION DE LA CRISIS DE LA DEUDA EN LOS AÑOS SETENTA**

### a) Una oportunidad desaprovechada

Durante los años setenta diversos factores facilitaron el acceso de los países en desarrollo a los mercados financieros internacionales. Ello se reflejó en un rápido aumento de su deuda externa (ver cuadro V.1).

Por una parte, en el período de posguerra hubo una gran transformación estructural de la industria bancaria comercial de Norteamérica, que dio lugar a un comportamiento más agresivo en materia de colocación de préstamos. Esta nueva tendencia comenzó en el mercado de los Estados Unidos en los años cincuenta, tendió a internacionalizarse hacia fines de los sesenta y en los setenta. Al principio, la competencia entre los bancos para nuevas colocaciones se concentró principalmente en los países industrializados; sin embargo, en especial después del shock

petrolero de 1973, la búsqueda de nuevos clientes se tornó tan intensa que los préstamos rebasaron, masivamente, hacia los países en desarrollo. América Latina fue la región más cotizada, debido a su desarrollo relativo mayor y su carácter de mercado natural para los bancos estadounidenses, entonces líderes de la expansión bancaria internacional (Devlin, 1989).

#### Cuadro IV.1

Por otra parte, si bien el cambio estructural en la industria bancaria impulsó en América Latina el ciclo crediticio más importante desde los años veinte, el aumento del precio del petróleo en 1973-74 y 1979-80 sirvió para acentuar notoriamente el endeudamiento con la banca. Los excedentes de divisas de los países exportadores de petróleo fueron canalizados a los euromercados bancarios, dando así a los prestamistas más liquidez para afianzar sus estrategias de expansión en la región.

La participación de los países en desarrollo en los flujos bancarios internacionales creció durante el decenio a una tasa muy elevada. En particular, el valor nominal de la deuda bancaria de los países latinoamericanos se incrementó en los años setenta casi 30% anual (ver cuadro IV.2); de este aumento, 17 a 20 puntos porcentuales correspondieron a la expansión global del mercado financiero internacional (en dólares corrientes) y el saldo representó una participación creciente de América Latina dentro de éste.

Ninguno de los dos fenómenos podía sostener su intensidad en forma permanente. Por una parte, la banca privada estaba experimentando un "ajuste de *stock*", después de cuatro decenios de relativa inactividad en la región. Por otra, este ajuste fue excesivo ("*overshooting*"), debido a las grandes imperfecciones institucionales en la banca internacional, las que dieron lugar a un "efecto rebaño" y otros fenómenos asociados con las "burbujas" financieras (Devlin, 1989; Kindleberger, 1978). No obstante, muchos pensaron, en particular los partidarios del neoliberalismo, que se trataba de una nueva característica puramente racional de un eficiente mercado privado financiero internacional. Entonces, con una visión miope, ignoraron que esa evolución contenía un significativo componente transitorio, propio del proceso de formación de un nuevo mercado crediticio.<sup>3</sup>

---

<sup>3</sup> Ver los acertados análisis de Bacha y Díaz-Alejandro (1983) y Williamson (1983), ambos escritos en 1981.

(Cuadro IV.2)

Otro fenómeno muy trascendente que caracterizó la evolución de los mercados financieros internacionales, consistió en que las tasas de interés reales se tornaron bajas o negativas en los años setenta. Es efectivo que ellas eran superiores a las que se cobraban por préstamos oficiales concedidos por gobiernos o instituciones multilaterales; pero la inflación internacional, que de un promedio de 2% anual en el decenio de 1960 se encumbró a 12% en los años 1973-81, hizo que incluso esas tasas de interés bancario más altas que las oficiales terminasen siendo negativas en términos reales durante buena parte del período. Es que, naturalmente, la gran oferta de fondos y la competencia entre los bancos para colocar préstamos en los mercados internacionales provocó una disminución de su precio.

Los créditos otorgados a la banca internacional se efectuaron a plazos mucho más breves que los concedidos por organismos oficiales, y constituían en los años sesenta el grueso del *stock* de la deuda acumulada. Sin embargo, debido asimismo a la gran competencia entre los bancos para colocar sus fondos, alrededor de 1977-80 las renovaciones se otorgaban con gran facilidad, siendo prácticamente automáticas. Así, se creyó que la prevalencia de plazos breves no entrañaba mayores riesgos. Los acontecimientos se encargaron de poner en evidencia que se trataba de una percepción fatalmente equivocada (ver Ffrench-Davis, 1982, que ofrece una de las escasas advertencias previas a la crisis, y 1984).

En forma simultánea, tuvo lugar una dinámica expansión de las exportaciones de los países en desarrollo. No obstante las dificultades que surgieron en el bienio 1974-75, el volumen de las exportaciones creció a tasas considerables entre 1973 y 1980, superiores a las del crecimiento del producto, cuya evolución, por otra parte, fue satisfactoria: en el mismo lapso, el PIB de América Latina creció 5,8% por año y el quantum de las exportaciones, 6,4%.<sup>4</sup> Paralelamente, la presencia de la elevada inflación internacional hizo que el valor real de la

---

<sup>4</sup> Cifras para 18 PALs, que excluyen las de Venezuela.

deuda se erosionara, con lo que el incremento del monto y del servicio de aquélla no provocaba la inquietud que hubiera debido ocasionar.

Por lo tanto, el desarrollo del aparato financiero internacional privado, hacia fines de los setenta, parecía ser relativamente favorable y ayudó a compensar la inestabilidad y el deterioro que afectaban a los términos de intercambio comercial de las naciones latinoamericanas no petroleras, luego de los shocks negativos producidos por la notable alza de los precios del petróleo.

Por otra parte, el crédito bancario se otorgaba para cualquier uso, a diferencia de los préstamos de carácter oficial, que estaban condicionados a su empleo en proyectos de inversión o ajuste de balanza de pagos. La naturaleza permisiva de los préstamos privados tuvo repercusiones de gran trascendencia en el comportamiento de las economías nacionales, en especial en los países que adoptaron enfoques monetaristas. La condicionalidad de los préstamos de carácter oficial, que había sido el elemento predominante desde comienzos de los años sesenta, había adolecido de muchos defectos, incluyendo presiones de naturaleza extraeconómica, pero poseía la virtud de vincular el financiamiento externo a la realización de proyectos de inversión o a aliviar el impacto recesivo de políticas de ajuste. En cambio, los créditos bancarios de libre disposición se destinaron en muchos casos a la importación de bienes de consumo prescindibles, a gastos militares, a financiar la fuga de capitales o déficit fiscales insostenibles, con efectos perjudiciales para la sustentabilidad del crecimiento de la producción y, finalmente, para la solvencia de la economía nacional.

En un contexto de abundancia de fondos privados, acceso expedito y tasas de interés reales bajas, a muchos especialistas y observadores les pareció que había perdido vigencia la reforma del sistema monetario internacional. ¿Para qué? Por una parte, los creyentes en "la disciplina del mercado privado" interpretaron el auge bancario como una manera de sustituir el financiamiento "paternalista" de agencias oficiales, con lo que se aseguraba, a su juicio, una mejor asignación de recursos. Por otra, por primera vez desde los años veinte los países deudores observaron una oferta abundante de créditos a tasas de interés muy bajas. La conclusión



predominante era que "endeudarse era un buen negocio" y de que se había logrado un funcionamiento del sistema financiero internacional adecuado para el mundo en desarrollo.<sup>5</sup>

Es cierto que la dimensión comercial de los países de América Latina se tornó más inestable en los años setenta que en el decenio precedente. No obstante, la fluctuabilidad de los términos del intercambio también se vio compensada por el acceso que obtuvieron al mercado internacional de capitales privados. De esta manera, las naciones en desarrollo de mayor peso en el intercambio comercial perdieron interés en promover iniciativas como las relativas a la modificación de los criterios de condicionalidad del FMI, a la creación de DEGs por parte del FMI, al aumento de la disponibilidad de fondos de origen público multilateral (FMI, Banco Mundial, BID, etc.) y a la creación de un fondo común estabilizador de productos básicos acordado en la UNCTAD. Éstos eran entonces ingredientes determinantes de un nuevo orden financiero internacional. La importancia de algunos de estos temas resurgiría posteriormente, cuando desapareció la disponibilidad de créditos bancarios en los ochenta. Pero, para entonces, ya era demasiado tarde, pues se había perdido la oportunidad propicia en los setenta para implementar una reforma y lograr un balance más equilibrado de los rasgos procíclicos y anticíclicos del sistema financiero internacional.

b) Plazos de vencimiento, costos y garantías de la deuda

Tradicionalmente, cuando se hablaba de la deuda externa de un país solía referirse a los compromisos del sector público más que a los contraídos por empresas o individuos particulares. Es más, a medida que transcurrían los años setenta, la deuda privada sin garantía pública y la de corto plazo fue adquiriendo rápidamente una creciente participación, pero sin aparecer aún registrada en las estadísticas convencionales sobre la materia. En efecto, en 1980 la diferencia efectiva entre una definición tradicional del saldo vigente de la deuda de América Latina y una estimación más exhaustiva era del orden de 40% del total revisado: la deuda con garantía era de 124 mil millones de dólares frente a 204 mil millones de dólares del total (ver Ffrench-Davis,

---

<sup>5</sup> Un excelente análisis se desarrolla en Devlin (1989).

1982).<sup>6</sup> De esta manera, el análisis estándar se limitaba a las estadísticas convencionales, que omitían una cuota importante y creciente de la deuda; además, ésta era contratada en condiciones más desfavorables en términos de plazos (menos de la mitad) y tasas de interés (el doble).

El sesgo se agudizó con el transcurso del tiempo, a medida que la deuda privada sin garantía oficial incrementaba su participación dentro del total. Estos créditos eran concedidos por varios cientos de bancos transnacionales, sin un conocimiento sistemático recíproco de cuánto y a quién habían prestado los otros bancos acreedores. La situación era propicia para una crisis bancaria.

Sin embargo, por aquellos años algunos actores importantes argumentaban que la inclusión de la deuda privada en las estadísticas convencionales resultaba injustificada. En efecto, se sostenía que, como ella había sido contratada entre particulares, sin injerencia del sector público, el país anfitrión del deudor no tenía que responder por esos recursos, los cuales, por otra parte, al ser utilizados de acuerdo con criterios de rentabilidad privada, podrían pagarse sin problemas, pues redituaban una renta superior a la tasa de interés. El postulado subyacente era que el agente privado siempre evalúa en forma correcta sus posibilidades, y se endeuda únicamente cuando está seguro de que la rentabilidad del uso de los fondos será superior a las tasas de interés que le cobran los acreedores extranjeros. Es lo que por entonces se sostenía en forma sistemática por autoridades en la región (con la excepción de Colombia), en los medios financieros internacionales y en el FMI (ver Robichek, 1981), afirmaciones que la facilidad con que se renovaban los créditos parecía confirmar. Así, la deuda de los países de América Latina en su conjunto fue creciendo aparentemente sin problemas. Hacia el inicio del decenio de 1980 la deuda bancaria de América Latina ya representaba cerca del 80% de la deuda total, incluyendo las obligaciones de corto plazo y sin garantía pública (ver cuadro IV.2).

Ante la permisividad de los mercados financieros internacionales durante los años setenta, los países reaccionaron en tres formas distintas<sup>7</sup>. Esta variedad refleja que hubo espacio

---

<sup>6</sup> Cálculos efectuados en 1981, con cruces de información del BIS y Banco Mundial; las estimaciones se efectuaron para el conjunto de los países en desarrollo y el análisis de políticas se concentró en 14 de ellos. El informe, escrito en 1981, se publicó en Ffrench-Davis (1984).

<sup>7</sup> Ver los ensayos sobre Argentina, Brasil, Colombia, Chile y México en Ffrench-Davis (1983). Ver también Wionczek (1985).

para escoger caminos nacionales alternativos. Algunos países aprovecharon la oferta de fondos externos para financiar sus procesos de inversión. Este fue el camino elegido por Brasil y Corea, cada uno con su propio estilo de desarrollo, pero ambos canalizando los créditos de la banca internacional en proporción importante hacia proyectos de inversión productiva. Una segunda forma de reacción, más bien excepcional, correspondió a países como Colombia, que, junto con canalizar el crédito externo hacia la inversión, restringieron en forma fuertemente anticíclica el volumen de endeudamiento.

Finalmente, otras economías, presionadas por los bancos y por factores internos, se inclinaron por aceptar todos los fondos ofrecidos, aunque sobrepasaran el volumen de recursos que en rigor podían absorber eficientemente. Por una parte, recibieron la presión de los banqueros que recorrían el mundo ofreciendo préstamos voluminosos; por otra, tomaban fuerza los enfoques ortodoxos monetaristas, que recomendaban liberar la cuenta de capitales para permitir que el volumen del crédito fuera determinado libremente por el mercado. Con la excesiva disponibilidad de créditos externos, estos países se vieron arrastrados a aumentar el gasto en moneda extranjera, en crecientes importaciones de bienes de consumo, intermedios y de capital, lo que generó déficit en sus cuentas corrientes, estimulado por un significativo atraso cambiario. Ejemplos destacados de esto fueron Argentina, Chile y Uruguay (French-Davis, 1983; Ramos, 1986).

Así pues, existe un endeudamiento que impulsa el crecimiento y otro que financia el consumo de artículos importados y/o la fuga de capitales, conduciendo este segundo caso a una reducida tasa de formación interna de capital y a un desaliento de la producción nacional, pues debe competir en condiciones artificialmente desmedradas debido a las revaluaciones cambiarias (a veces en paralelo con una intensa liberalización de las importaciones; ver cap. III).

## 2. EMERGENCIA DE LA CRISIS A COMIENZOS DE LOS AÑOS OCHENTA

### a) Ajuste desestabilizador antes y después de la crisis

En 1981 los países latinoamericanos registraron un déficit en cuenta corriente equivalente a 6% de su PIB (y 44% de sus exportaciones de bienes), que fue cubierto con el ingreso neto de capitales financieros. Esa cifra más que duplicaba la registrada en 1973 y las que fueron características de los años sesenta. En otras palabras, durante varios años la región se fue ajustando crecientemente a una abundancia de divisas que parecía permanente, pero que en realidad tenía importantes componentes transitorios y reversibles. Además, el costo de estas divisas fue en la práctica incierto, debido a que los contratos de préstamos bancarios se suscribieron a tasas de interés variables, pagaderas según los niveles vigentes en el mercado a la fecha de vencimiento de cada pago.

Durante varios años el incremento de la deuda bancaria provocó una fuerte acumulación de reservas internacionales en los PALs, creando una percepción de abundancia de moneda extranjera que presionó hacia una apreciación cambiaria en la mayoría de los países. Incluso en 1980, cuando la tasa LIBOR (incluidos los recargos por márgenes de intermediación) se había elevado a 14%, por cada 100 dólares de deuda vigente se recibían créditos netos por 30 dólares y se utilizaban 14 dólares en el pago de intereses. Por lo tanto, había una transferencia financiera neta de 16 dólares para solventar importaciones o acumular reservas. Paralelamente, las exportaciones crecían alrededor de 8% por año, complementando así la amplia disponibilidad de divisas. Fue sólo a partir de 1981 y en 1982 que se produjo un deterioro acelerado en estas relaciones económicas.

Durante los años setenta se observó en diversos países industrializados una progresiva relajación de los controles sobre las tasas internas de interés, los flujos de capitales y sus mercados financieros nacionales. Más aún, el mercado no regulado del eurodólar estaba floreciendo. Sin embargo, hacia fines de los años setenta la reducción de la inflación se estaba convirtiendo en política prioritaria en el mundo industrializado. Enseguida, el contexto internacional se deterioró y ello repercutió en el ámbito financiero, con consecuencias que se manifestaron con mayor fuerza después de 1980, y con repercusiones particularmente negativas para América Latina, que estaba fuertemente endeudada y con déficit en cuenta corriente elevados.

De hecho, en respuesta a las políticas macroeconómicas financieras más restrictivas adoptadas por las naciones industrializadas, hacia fines del decenio de 1970 las tasas de interés nominales se fueron acomodando a la inflación internacional. Entre 1977 y 1980 las tasas nominales subieron, pero ello fue compensado con alzas de los precios de exportación. En 1981-82, la situación cambió bruscamente y se deterioró notablemente para los deudores (ver cuadro IV.3). En efecto, el costo nominal crédito bancario se elevó a 17 %, los términos de intercambio de los países deudores se deterioraron y la fuerte inflación externa vigente hasta 1980 se detuvo bruscamente y se tornó negativa. Con ello, las tasas de interés reales, que habían sido menores que cero en la segunda mitad de los setenta, en 1981-82 se elevaron espectacularmente.

#### Cuadro IV.3

El indicador apropiado de inflación debe basarse en los precios en los que se realiza el comercio internacional. Los índices de precios del intercambio relevantes en el caso de los PALs muestran en el bienio 1981-82 una variación negativa notable respecto de 1980. Ello obedece en lo fundamental a la apreciación del dólar frente a otras monedas duras (con lo que un precio constante en marcos o yenes se expresa en un precio declinante en dólares) y al hecho de que las deudas se encontraban mayoritariamente expresadas en la moneda norteamericana, a diferencia del intercambio comercial, que exhibe una diversificación mayor de las monedas en que se realiza. Entonces, las tasas de interés bancario, deflactadas por un índice de precios del comercio internacional, resultaron notablemente elevadas en 1981-82: fueron del orden del 20% en términos reales, medidas de la manera descrita. Debido a la forma de operar del mercado, con tasas flexibles día a día, el aumento de la tasa de interés afectó no sólo a los nuevos créditos, sino también a la mayoría del saldo acumulado de la deuda bancaria.

Los antecedentes de que se dispone sobre los países en desarrollo en general y los latinoamericanos en particular revelan que hacia 1980 la balanza financiera ya gravitaba fuertemente dentro de la cuenta corriente. A esas alturas, el déficit externo ya no se hallaba tan solo ligado al deterioro de los términos del intercambio comercial, como había ocurrido en el pasado, sino también a la carga que había llegado a significar el pago de los intereses de la deuda.

Es decir, los términos del financiamiento tomaron un puesto destacado junto a los términos del intercambio comercial como factor desestabilizador significativo. Por ejemplo, cabe señalar que, en 1982, América Latina en su conjunto logró (con su ajuste recesivo en ese año) un fuerte superávit comercial de 10 mil millones de dólares, en tanto que registró un déficit de 34 mil millones de dólares por pagos netos de utilidades e intereses. El problema se hizo aún más grave por las crecientes expectativas negativas del sector privado, que dieron lugar a una cuantiosa fuga de capitales.<sup>8</sup>

Simultáneamente con el incremento acelerado de la demanda de préstamos para el refinanciamiento del servicio de la creciente deuda, los propios bancos se fueron alarmando progresivamente por su exposición crediticia en la región. Es interesante constatar que, ya en 1977, los principales bancos norteamericanos redujeron la tasa de crecimiento de sus préstamos en el mercado latinoamericano. No obstante, esto no tuvo impacto al nivel global, por cuanto la merma relativa en el promedio de la expansión de su crédito fue compensada con creces por los préstamos de otros bancos que ingresaban al campo internacional. De hecho, el número de nuevos agentes participantes en este mercado fue de un promedio de 65 bancos por año entre 1976 y 1980, mayoritariamente de Europa, Japón y el Oriente Medio. Así, aun cuando la tasa anual de expansión crediticia de los bancos norteamericanos bajó de 29% en 1975-77 a 8% en 1978, la de los bancos no estadounidenses subió de 30% a 50%. Con ello, la expansión media global del crédito bancario prácticamente no cambió, manteniéndose cerca del 30% anual (Devlin, 1989). Sólo alrededor de 1981 el sistema en su conjunto –presionado por su gran exposición crediticia por un lado y por la acelerada demanda de refinanciamiento de los deudores por otro– comenzó a manifestar abiertamente la tensión. Así, cada banco individualmente procedió a acortar sus plazos de amortización y a subir sus recargos ("*spreads*") sobre la tasa variable de interés, política que al nivel global sirvió para aumentar la demanda de refinanciamiento de los deudores y acrecentar la tensión del sistema.

Si se consideran únicamente los pasivos con acreedores públicos, el coeficiente de amortización anual hacia 1980 fue del orden del 15% del saldo de la deuda vigente. En cambio,

---

<sup>8</sup> No hay una definición convencional de lo que constituye una fuga de capitales. Para diferentes estimaciones al respecto, ver Lessard y Williamson (1987).

el de la deuda bancaria, componente que acrecentaba persistentemente su participación en el total, ascendió a un 40% anual, siendo aún más elevado en el año siguiente. Ello puso de manifiesto una gran volatilidad de los recursos financieros privados, que no se había manifestado cuando el mercado funcionaba bien en su etapa expansiva, ya que los préstamos se renovaban en forma virtualmente automática. Se hizo evidente, sin embargo, que esta situación tan permisiva no podría persistir por mucho tiempo; en algún momento ella se iba a revertir, provocando severas dificultades (ver Ffrench-Davis, 1982; Fishlow, 1983; Williamson, 1983). Entonces, la forma en que los países deudores hubiesen utilizado los créditos, el *stock* de deuda acumulada y el déficit en cuenta corriente pasarían a tener importancia crucial.

Al estallar la crisis de la deuda en 1982, los bancos estaban sumamente sobre-expuestos en la región. A modo ilustrativo, los nueve bancos más grandes de los Estados Unidos, a pesar de su política de préstamos algo más reservada a fines de los años setenta, registraron en 1982 un coeficiente de préstamos/capital de 180% con los PALs: 50% en México, 46% en Brasil, 26% en Venezuela, 21% en Argentina, 12% en Chile y el saldo restante distribuido entre los otros países de la región. Frente a los problemas de pago de los países y a la peligrosa sobre-exposición de los bancos, el flujo neto anual de créditos bancarios disminuyó bruscamente en el curso de 1982. Aquí es útil mostrar el contraste con los flujos netos registrados en la situación inmediatamente anterior. El saldo de la deuda bancaria creció alrededor de 10% en 1982 (cifra similar para América Latina y para el resto de los países en desarrollo), mientras que la tasa de interés fue del orden del 16%. Es decir, por cada 100 dólares de deuda debieron recurrir a 6 dólares de otras fuentes, con un saldo de transferencias financieras netas fuertemente negativo para los países deudores. Esas transferencias se cubrieron con el uso de reservas internacionales, que bajaron aceleradamente en América Latina (40% entre 1980 y 1982) y con la reducción drástica de las importaciones (42% en 1981-83). Las exportaciones, en cambio, se enfrentaron con un escenario internacional de precios declinantes y acceso restringido; y, consecuentemente, con un crecimiento negativo de su valor entre 1980 y 1983.

A esto se agregó la inestabilidad en el acceso a los recursos financieros. Ya no se trató sólo de un menor volumen global y una tasa de interés real desmesuradamente alta, sino también de una gran incertidumbre respecto del monto de recursos disponible para cada país en particular.

Se concretó así la posibilidad, hasta entonces latente, de que los deudores tropezasen con problemas de acceso al financiamiento que requerían en forma ineludible, lo que aconteció de manera generalizada durante el segundo semestre de 1982.

En este nuevo contexto, la estrechez de los plazos emergió como un problema real grave. En un mercado internacional que abruptamente dejó de operar con la permisividad con que lo había hecho en los años precedentes, tener que renovar el 40% de la deuda año tras año constituyó una tarea muy difícil. A ello se sumaron las necesidades de financiamiento para cubrir el pago de abultados intereses, que se quintuplicaron entre 1977 y 1981.

En síntesis, el conjunto de variables generó un *shock* externo de proporciones gigantescas, que afectó duramente a la gran mayoría de los países deudores.

b) Una visión retrospectiva de crisis financieras anteriores

La crisis financiera de 1982 fue un episodio más en la serie de auges y colapsos que ha caracterizado la evolución histórica de las finanzas internacionales. América Latina había sido un protagonista importante, al haber experimentado ya períodos de intenso endeudamiento externo seguidos por incumplimientos generalizados en tres ocasiones durante el siglo diecinueve, y de nuevo en los años veinte y los treinta (CEPAL, 1964).

En el contexto de las crisis anteriores, los problemas financieros externos de la región se resolvieron mediante los mecanismos típicos de un mercado privado descentralizado y competitivo. En efecto, los bonos de los PALs (el instrumento crediticio utilizado en ocasiones anteriores) eran tomados por inversionistas de cartera, dispersos y anónimos. Un conjunto de factores recurrentes, como el exceso de liquidez internacional, la fuerte competencia entre inversionistas en la colocación de préstamos y las imperfecciones en la circulación de información, a los cuales se sumó un exceso de entusiasmo por parte de los países deudores para aprovechar esta permisividad, llevaron a una acumulación de pasivos externos que finalmente generó graves dificultades para el servicio de la deuda. Es obvio que el patrón general tiene un cercano paralelo con lo ocurrido en la crisis de los años ochenta (Kindleberger, 1978; CEPAL,



1990; Eichengreen, 2003).

A su vez, los acreedores suelen enfrentar los problemas de pago en los países deudores encareciendo el costo de los nuevos créditos (con una prima de riesgo más alta y plazos de pago más breves) y racionando drásticamente los préstamos. Si bien se trató de un comportamiento quizás racional desde el punto de vista de cada prestamista individual, los que intentaban restringir su exposición crediticia contribuyeron a menudo a profundizar los problemas de liquidez de los deudores y a deteriorar la calidad de la cartera global de préstamos del conjunto de acreedores extranjeros. Todo ello culminó, en cada una de las crisis, con una explosión de pánico en el mercado crediticio, dando lugar a un racionamiento drástico de nuevos préstamos; incluso los deudores más solventes y dispuestos a pagar una tasa de interés más elevada no lograron obtener créditos frescos.

Al suspenderse el otorgamiento de nuevos préstamos se detuvo el proceso de renovación crediticia, con lo cual aumentó aún más la carga efectiva del servicio de la deuda. Por otra parte, en las crisis precedentes los acreedores, por ser dispersos y anónimos, tenían dificultades para comunicarse entre ellos; este hecho debilitó su capacidad para manejar en forma colectiva los problemas de pago de los países endeudados y de ese modo evitar incumplimientos (mediante, por ejemplo, la aplicación de presiones sobre el deudor para que ajustara su economía). Como contraparte de esta situación, el país deudor, agobiado con pagos no refinanciados, y sin canales efectivos de renegociación con sus acreedores, optó a menudo por el incumplimiento unilateral de los pagos. Así, de todas las naciones de América Latina, sólo Argentina, la República Dominicana y Haití eludieron una moratoria del servicio de la deuda durante la gran crisis financiera de los años treinta (Jorgensen y Sachs, 1988).

Es interesante observar que, en las crisis precedentes, el incumplimiento funcionó en la práctica como un mecanismo del mercado que repartió riesgos entre el acreedor y el deudor. En efecto, frente a una excesiva acumulación de préstamos y deudas, la moratoria permitió al prestatario traspasar una parte significativa de los costos a los acreedores. Estos, que al momento de prestar habían cobrado a los deudores una prima de riesgo precisamente para compensar tal eventualidad, no siempre acumularon reservas suficientes para absorber las pérdidas derivadas de

un incumplimiento, con lo que algunos de ellos tuvieron serios problemas e incluso quebraron. Más aún, la insolvencia de un deudor o acreedor importante generó a menudo una serie de externalidades negativas en el mercado financiero, las que arrastraron a otros prestamistas y prestatarios más solventes. Por otra parte, aun cuando el incumplimiento representó cierto alivio para el deudor, ello fue a menudo a expensas de la confianza general de los acreedores privados. En fin, la solución del mercado no fue socialmente eficiente, pero sí tuvo la virtud de repartir los costos del problema crediticio entre el acreedor y el deudor.

### **3. LA GESTION DE LA CRISIS EN LOS AÑOS OCHENTA**

Como se puede observar, las causas de la crisis de los años ochenta muestran paralelos con las de otros episodios anteriores: un exceso de entusiasmo para prestar por parte de los acreedores, y para endeudarse por parte de los países prestatarios, que culminó en una sobre-expansión generalizada de crédito/deuda y una crisis del sistema financiero internacional. Pero allí terminan las similitudes. Es evidente que se registran diferencias radicales entre la crisis de 1980 y las anteriores, no en su gestación, sino en la forma en que se enfrentó.

En términos históricos, la crisis de los años ochenta es notoria por la coordinación sistémica lograda por los acreedores, la que les permitió detener, o postergar, los incumplimientos de los países latinoamericanos que habrían amenazado la solvencia de la comunidad bancaria internacional. En efecto, durante esta crisis se pudo observar el surgimiento al nivel internacional de algunos de los mecanismos de rescate financiero que los gobiernos solían utilizar cuando aparecían problemas financieros sistémicos en sus mercados nacionales.

Después del incumplimiento de México en agosto de 1982, evento que formalmente inició la crisis, se logró organizar rápidamente una suerte de "prestamista internacional de última instancia", cuya función fue la de estabilizar un sistema financiero en plena crisis. Este mecanismo contingente fue producto de las gestiones de los gobiernos del Grupo de los Siete -liderado por los Estados Unidos-, algunos de los bancos prestamistas más grandes y los organismos financieros multilaterales, especialmente el Fondo Monetario Internacional. El

prestamista internacional de última instancia contribuyó a coordinar a centenares de bancos acreedores en las negociaciones con cada país deudor, proceso dirigido a que estos últimos efectuasen un fuerte ajuste contractivo de su economía, evitando de ese modo un incumplimiento del servicio de la deuda que pudiese resultar desestabilizador del sistema financiero internacional. La gestión del prestamista de última instancia ha pasado por cuatro fases bien marcadas, que se detallan a continuación.

a) Las fases de la gestión de la crisis

i) *Primera fase: agosto de 1982 a septiembre de 1985*

Los esfuerzos oficiales se orientaron a efectuar un ajuste contractivo en el país deudor –a través de políticas de ajuste más intensas en reducción de la demanda agregada que en políticas reasignadoras–, una reestructuración de su deuda externa y el servicio normal de intereses sobre la misma. Fueron varios los mecanismos que se utilizaron para conseguir esos propósitos.

**- Una coordinación sin precedentes entre los acreedores**

En contraste con los tenedores anónimos de bonos de los años treinta, a los bancos comerciales les resultó fácil coordinarse luego del surgimiento de la crisis, por cuanto habían otorgado una parte significativa de sus préstamos a través de consorcios crediticios (*syndicated loans*) organizados en forma pública; además, no era común traspasar los préstamos a terceros, debido a la carencia de un mercado secundario para estos instrumentos financieros. Finalmente, dado que ya habían surgido problemas de pago aislados, pero graves con algunos países en desarrollo (como Jamaica, Perú, y Turquía) en los años setenta, los bancos ya habían establecido un mecanismo para coordinar sus acciones en caso de incumplimiento; en efecto, los bancos acreedores formaban un pequeño comité asesor, el que se encargaba de negociar con el país deudor; normalmente, el comité estaba compuesto por los prestamistas con mayor exposición crediticia en el país respectivo. Durante la crisis de los ochenta, los bancos utilizaron el sistema de un comité asesor; más aún, entre bastidores, los gobiernos de los países acreedores intervinieron para mejorar la eficacia del trabajo de coordinación del comité, orientando el comportamiento de los bancos integrantes de éste, y presionando a aquellos bancos renuentes a actuar en forma colectiva y a seguir los lineamientos planteados por el comité asesor (Devlin,

1989).

### **- Ajuste en el país deudor**

La creencia convencional en los países acreedores, en este lapso, fue que la crisis de la deuda representaba un problema de liquidez de corto plazo y no uno de solvencia (Cline, 1984). Fue en este contexto que, a través del comité asesor, los acreedores en forma conjunta insistieron en que el país deudor tomara drásticas medidas de ajuste a fin de liberar rápidamente divisas para el servicio de la deuda. Estas medidas, que serán analizadas posteriormente, llevaron a un rápido vuelco en la balanza comercial de los países deudores, la cual para la región en conjunto pasó de un déficit promedio anual de 7 mil millones de dólares entre 1978 y 1981 a un gran superávit que promedió 25 mil millones de dólares en 1983-87. De esta manera, se generó un importante saldo anual de divisas para el servicio de la deuda.

### **- Reprogramación del servicio de la deuda**

Incluso con un gran saldo positivo en su balanza comercial, los países deudores no podían atender todo el servicio de la deuda comprometido, en parte porque éste era inflado (i) por el acortamiento general de los plazos de pago otorgados por los bancos durante el año anterior a la crisis mexicana de 1982, (ii) por el muy alto nivel de la tasa de interés internacional (una tasa LIBOR más costos de intermediación, de 17% en 1981-82), (iii) porque la fuerte recesión internacional de aquel entonces limitaba la expansión de las exportaciones de la región y (iv) porque, en contraste con la elevada inflación externa de los setenta, se registró una deflación externa que elevó drásticamente el costo real del servicio de la deuda. Para enfrentar ese problema se reprogramó la amortización de la deuda –siguiendo una práctica financiera común en casos de problemas de pago– y se otorgaron nuevos préstamos (llamados "no voluntarios" o "dinero fresco") para financiar parte de los pagos de intereses. Este sí fue un comportamiento novedoso por parte de los bancos en materia de renegociación de la deuda, actitud a la que fueron tenazmente empujados por el FMI. Los bancos, a su vez, también presionaron para que los gobiernos de los países deudores asumieran responsabilidad por la deuda del sector privado; una exigencia sin precedentes.<sup>9</sup>

---

<sup>9</sup> La presión por la nacionalización de la deuda fue notablemente arbitraria, por cuanto los bancos ya habían cobrado al sector

Durante la primera fase de gestión oficial se realizaron tres rondas de reprogramaciones (ver cuadro IV.4). Con la expresa intención de proteger la imagen de solvencia del deudor (y, por supuesto, evitar pérdidas para la banca), dichos ejercicios se realizaron bajo condiciones comerciales. Las dos primeras rondas resultaron extraordinariamente onerosas para los deudores. En la primera ronda de dichos ejercicios, los bancos reprogramaron 50 mil millones de dólares de deuda con 13 PALs. Además, en el marco acordado con el FMI de una expansión crediticia colectiva de 7%, los bancos otorgaron 14 mil millones de dólares en préstamos no voluntarios a nueve países. Condiciones típicas de estos ejercicios fueron los breves períodos de reprogramación (sólo 1 ó 2 años), márgenes sobre LIBOR de más de 2-2.5%, plazos de amortización de apenas 6-8 años y altas comisiones (1-1.5% o más sobre el monto reprogramado o prestado). Si se calcula, sobre la base de estas características, un índice compuesto del "costo del crédito negociado", se encuentra que para la mayoría de los PALs dicho precio subió entre 100 y 250% comparado con su nivel antes de la crisis. Ello explica la paradoja de que América Latina se convirtiera en una fuente de fuertes ganancias para los bancos en medio de su peor crisis económica desde los años treinta (CEPAL, 1988).

#### Cuadro IV.4

Dada la débil capacidad financiera de los deudores y la dureza y carácter cortoplacista de las condiciones de renegociación, algunos de los primeros países que lo hicieron se vieron en la necesidad de iniciar una segunda ronda de renegociación casi inmediatamente después de finalizada la primera. El costo del crédito negociado fue algo inferior al de la primera ronda.

La tercera ronda se efectuó prontamente en 1984. En esta ocasión se re-escalonaron 113 mil millones de dólares de deuda (incluyendo vencimientos ya reestructurados) en 11 países, a la vez que se concordaron 6 mil millones de dólares como préstamos frescos no voluntarios para seis países. En esta ocasión, las condiciones crediticias mejoraron de manera importante: según el índice compuesto, en esta ronda el costo del crédito resultó inferior al vigente antes de la crisis

---

privado una prima de riesgo por sus préstamos y no compensaron a los gobiernos latinoamericanos por asumir la nueva carga.

(ver cuadro IV.4).

### **- Papel activo del sector oficial**

Los organismos gubernamentales y las instituciones multilaterales tuvieron una gestión activa durante la crisis. El FMI sirvió como un puente entre los bancos y los países deudores; por una parte los bancos pudieron contar con su presencia en los procesos de ajuste de los países sólo si previamente habían acordado reprogramar deudas (y otorgar préstamos involuntarios); y, por otra, los países pudieron acceder a la reprogramación sólo si tenían una "luz verde", mediante un programa contingente con el Fondo. Los bancos centrales y ministerios de hacienda de los países industrializados presionaron a los bancos (especialmente a los más pequeños, menos expuestos y por ende menos dispuestos a financiar créditos no voluntarios) para que actuaran en forma colectiva. Algunos organismos oficiales también otorgaron préstamos puente a los deudores, los que permitieron el servicio de la deuda durante las largas negociaciones con la banca. Finalmente, los gobiernos acreedores reprogramaron (también en condiciones relativamente onerosas) deudas oficiales en el marco del Club de París, y en su calidad de accionistas principales de los organismos multilaterales promovieron desembolsos de préstamos de éstos, los que en la práctica financiaron una parte del pago de intereses a los acreedores bancarios.

#### *ii) Segunda fase: septiembre de 1985 a septiembre de 1987*

A estas alturas era evidente que la crisis era prolongada. En consecuencia, en las reuniones anuales del FMI y del Banco Mundial, efectuadas en la República de Corea en septiembre de 1985, el Secretario del Tesoro estadounidense, James Baker, anunció un nuevo esquema para el manejo de la crisis de los países deudores. El llamado "Plan Baker", al reconocer los onerosos efectos recesivos de la primera fase, introdujo un nuevo enfoque de gestión denominado "el ajuste estructural con crecimiento". Los instrumentos de política financiera fueron idénticos a los de la primera fase, es decir, la reprogramación de vencimientos bajo condiciones comerciales normales y con dinero fresco. Sin embargo, frente a una continua y significativa erosión del monto de nuevos préstamos no voluntarios en las primeras tres rondas de reprogramación, Baker se comprometió públicamente a movilizar, para 15 países en desarrollo dispuestos a cooperar con la nueva estrategia (en su mayoría PALs), nuevos préstamos

por 29 mil millones de dólares en un período de tres años: 20 mil millones de la banca (una expansión crediticia neta de 2,5% anual) y 9 mil millones de los organismos oficiales. Además, en vista del nuevo marco estructural para el ajuste, le asignó una participación mucho más activa al Banco Mundial, hasta entonces protagonista relativamente pasivo en la gestión oficial. El Banco Mundial, con sus Programas de Préstamos de Ajuste Estructural (SALs), fue el precursor de las reformas neoliberales predominantes en América Latina en los noventa.

El Plan Baker también inició una cuarta ronda de reprogramaciones, que comenzó a mediados de 1986 con México. Esta ronda reestructuró 176 mil millones de dólares de deuda (incluyendo la ya reprogramada) en seis países (Argentina, Brasil, Chile, México, Uruguay y Venezuela). Además, otorgó 14 mil millones de dólares en préstamos bancarios a tres países (Argentina, Brasil y México), recibiendo este último más de la mitad de dichos recursos. Las condiciones del crédito, continuaron ablandándose: los vencimientos reprogramados típicamente cubrieron un plazo de seis años, el margen sobre LIBOR bajó a 0,8%-0,9%, el período de amortización se alargó a 15-20 años y no se cobraron comisiones.

*iii) Tercera fase: septiembre de 1987 a marzo de 1989*

Durante este período, el Plan Baker y la cuarta ronda de reprogramaciones continuaron operando formalmente. Sin embargo, en 1987 el esquema experimentó una mutación de importancia suficiente como para marcar otra fase, que denominaremos el Plan Baker "B". En efecto, surgió lo que se llamó el "menú de opciones del mercado". El menú incluyó los tradicionales mecanismos de reprogramación con nuevos préstamos, pero además se admitió la posibilidad de utilizar mecanismos de reducción de la deuda, tales como operaciones de recompra de deuda con descuento, bonos de salida ("*exit bonds*") con una tasa de interés por debajo de la del mercado y canjes y conversiones de la deuda. Así, los acreedores admitieron tácitamente por primera vez que la deuda bancaria de la región era por lo menos parcialmente impagable a su valor nominal. No obstante, se hizo hincapié en el hecho de que el nuevo esquema sería exclusivamente voluntario, basado en los principios del mercado privado, sin costos para los contribuyentes de los países industrializados, y excluiría la deuda del Club de París (CEPAL, 1988).

*iv) Cuarta fase: desde marzo de 1989*

En 1989 surgió un nuevo esquema, denominado “el Plan Brady”, propuesto por el Secretario del Tesoro estadounidense Nicholas Brady. El nuevo plan marcó un avance novedoso en el manejo del problema.

En efecto, el Plan Brady colocó en primer plano las operaciones de reducción de la deuda que habían sido planteadas más bien tímidamente por el Plan Baker "B". Pero más importante aún, comprometió el apoyo directo, financiero e institucional del sector público internacional en el proceso de reducción de la deuda. Se reconoció que uno de los motivos del poco éxito del Plan Baker "B" era el hecho de que los países deudores no contaron con recursos propios suficientes para comprar sus deudas con descuento. Así, para superar este problema, el Plan Brady movilizó 30 mil millones de dólares en préstamos (24 mil millones en partes iguales del Banco Mundial y el FMI, y 6 mil millones del gobierno de Japón) que podrían ser destinados a financiar la recompra de deuda o a su conversión en bonos, con descuento.

También Brady propuso cambios en los marcos regulatorios y tributarios de la banca con miras a reducir los obstáculos para la reducción de la deuda (Griffith-Jones y Rodríguez, 1992). Finalmente, el Plan permitió que los acuerdos de reestructuración de la deuda se desvincularan de los programas del FMI. De este modo, y siempre determinado caso por caso, un país deudor podría firmar un programa contingente con dicho organismo aunque no hubiera llegado a acuerdo con la banca respecto del manejo de su deuda. Si bien nunca fue articulada formalmente, en la práctica la nueva política dio lugar a la posibilidad de que un país pudiera concretar un programa de ajuste con el FMI aun cuando estuviese retrasado en el servicio de la deuda (CEPAL, 1990).

El Plan Brady inició la quinta ronda de reestructuraciones de la deuda. Hasta 1993, se habían finiquitado seis convenios de reducción de pasivos con Argentina, Costa Rica, México, República Dominicana, Venezuela y Uruguay. Esos seis convenios eliminaron, en términos netos, 11 mil millones de dólares de deuda bancaria con tasa de interés variable y convirtieron otros 39 mil millones de pasivos en bonos de largo plazo con la tasa de interés fijada, en forma



permanente o transitoria, a un nivel de 5%-7%, dependiendo del país y del período considerado. Posteriormente, Brasil y Perú firmaron convenios Brady en 1995 y 1997, respectivamente.

Además, en este período se observó algún ablandamiento de las condiciones del Club de París, un foro bastante rígido en su tratamiento de la deuda. En 1990 se extendieron a otros países los denominados Términos de Toronto, originalmente reservados para los países más pobres de África y para Bolivia y Guyana, dos países de la región con niveles de ingreso extremadamente bajos. Este programa permitió una reducción de hasta 33% del valor presente de los vencimientos reprogramables (normalmente, 12-18 meses de pagos por vencer). En 1991 el Club introdujo los Términos de Houston para los países de ingreso medio y bajo. Este plan, se aplicó a Ecuador, El Salvador, Honduras, Jamaica, Panamá, Perú y la República Dominicana, permitió un plazo de pago algo más largo que el tradicional y la reducción de montos muy limitados de la deuda. Por último, a fines de 1991 el Club profundizó la reducción para los países más pobres, permitiendo una rebaja negociada de hasta 50% en el valor presente de los vencimientos reprogramables. Hacia fines de 1993 este nuevo esquema se había aplicado a Bolivia, Guyana, Honduras y Nicaragua.

b) La dinámica tras las negociaciones

De lo anterior se desprende que la gestión oficial frente al problema de la deuda no fue estática y experimentó diversas innovaciones a lo largo del decenio. El surgimiento de un prestamista de última instancia internacional fue sin lugar a dudas un evento potencialmente muy positivo. Sin embargo, su comportamiento distó mucho de la intervención normal de los gobiernos en los mercados nacionales en circunstancias similares.

Un prestamista nacional de última instancia suele actuar para minimizar los costos sociales de una crisis. En efecto, impone al manejo del problema criterios de bienestar público, ya que la crisis y su forma de solución tienen repercusiones cuyo impacto va más allá de las partes directamente involucradas, pues afecta el sistema económico y político en general. Como se observó en los Estados Unidos, en los rescates de la municipalidad de Nueva York, la gran empresa Chrysler y las asociaciones de ahorro y préstamo, la gestión pública frente a las crisis se

esforzó por mantener un grado de simetría en la distribución de los inevitables costos de una solución duradera (CEPAL, 1990). Por supuesto, se exigieron ajustes estructurales a los deudores, que entrañaron sacrificios importantes: por ejemplo, la venta forzosa de activos, la reducción de sueldos y de personal, etc. Pero también se pidieron sacrificios igualmente importantes a los acreedores para que apoyaran los esfuerzos de ajuste del deudor; por ejemplo, un castigo parcial de la cartera problemática, una fuerte reducción de la tasa de interés y, a veces, una inyección de nuevo capital, que incluso podría disfrutar de garantías del Estado.

En contraste, el prestamista internacional de última instancia trabajó inicialmente con un enfoque más unilateral: evitar a toda costa pérdidas del sistema financiero acreedor (CEPAL, 1990). Además, los gobiernos acreedores participaron en una suerte de "fetichismo" de mercado, pretendiendo no intervenir directamente en las negociaciones entre deudor y acreedor y evitando las obligaciones financieras directas. De hecho, sin embargo, los gobiernos, en especial el de los Estados Unidos, tuvieron una influencia decisiva en la definición del marco de las negociaciones y en sus modificaciones, además de mantener contactos frecuentes con las partes.<sup>10</sup> Los gobiernos contrajeron también obligaciones contingentes al alentar a los prestamistas multilaterales a que refinanciaran indirectamente los pagos de intereses a los bancos privados.

El otro lado de la moneda de este sesgo pro-acreedor fue, como se explicará en la sección 4, un sobreajuste recesivo en los países deudores. Este tipo de ajuste no sólo sacrificó excesivamente la inversión, la producción y el empleo en estos países, sino que probablemente sirvió también para prolongar y profundizar la propia crisis.

Las concesiones otorgadas a los deudores después de la segunda y la tercera ronda de reprogramaciones tampoco representaron el liderazgo de un prestamista internacional de última instancia visionario. Más bien fueron "reacciones" a momentos difíciles en las negociaciones, en los cuales los acreedores percibieron un creciente malestar en los círculos latinoamericanos por las onerosas condiciones de la reprogramación y por los efectos recesivos del ajuste. Con frecuencia, hubo una fuerte preocupación por parte de los acreedores y sus gobiernos ante la

---

<sup>10</sup> Un ejemplo evidente se registró en el caso de México, con la intervención directa del Secretario del Tesoro y del presidente del Banco Central (FED) de los Estados Unidos durante un dramático fin de semana en agosto de 1982. Ver Kraft (1984).

eventualidad de que se formase un club de deudores que podría haber neutralizado el poder de negociación de los acreedores, quienes actuaron en forma de un cartel. Así, las importantes concesiones de la tercera ronda de reprogramaciones coincidieron con una pugna abierta con el nuevo gobierno democrático de Argentina sobre las condiciones de la reprogramación y con la posterior formación, a mediados de 1984, de una agrupación de países latinoamericanos deudores, que se denominó el Consenso de Cartagena (Tussie, 1988). Por otra parte, el anuncio del Plan Baker fue una clara improvisación frente a una ola creciente de denuncias públicas por parte de gobiernos latinoamericanos acerca del manejo de la crisis de la deuda y el ajuste (entre las cuales las más notorias fueron las de Alan García, de Perú, y de Fidel Castro, de Cuba).

Así, las expresiones simultáneas de molestia por parte de varios países sirvieron para ablandar la posición de los bancos, aunque cada país deudor objetivamente tuviese una posición negociadora débil, con lo que procuraron evitar, exitosamente, la coordinación entre los países deudores.

Teóricamente, los países deudores tuvieron fuertes incentivos para formar un club de deudores, ya que era la única manera de contrapesar el poder de negociación del cartel de acreedores, formado a través de la estrecha coordinación entre los bancos, los organismos multilaterales y sus gobiernos (principalmente el de los Estados Unidos). Si bien los países deudores sólo hicieron algunos esfuerzos por coordinar planteamientos sobre el marco general de negociación, principalmente en el Consenso de Cartagena (Tussie, 1988), la eficacia de esos esfuerzos fue debilitada por las mencionadas concesiones periódicas ofrecidas en circunstancias críticas por la banca y sus gobiernos a ciertos deudores durante las rondas de renegociaciones. El otorgamiento de concesiones actuó como una suerte de "pago lateral" por parte de la banca que erosionó la unidad del Consenso (O'Donnell, 1985). En efecto, el gobierno que fue objeto de la concesión tuvo que comparar el beneficio concreto e inmediato de la oferta de los acreedores con el mayor beneficio potencial, pero menos probable, de negociar en conjunto con un grupo grande de países con intereses y situaciones económicas y políticas muy distintas.

No obstante, la posibilidad de un pago lateral de los acreedores quizás no fue el principal obstáculo para la formación de un club de deudores. Había también una amenaza "interna". El

cartel de los acreedores gozó de la ventaja inherente de tener que enfocar su actuar sólo sobre una variable: el pago de la deuda. En contraste, los gobiernos del Consenso tuvieron que compartir el problema de la deuda externa con un espectro de otros intereses nacionales, algunos de los cuales podrían haber sido en determinado momento más importantes que la renegociación de la deuda, y podrían haber sido perjudicados por cualquier confrontación con la banca. Por ejemplo, en 1983-84 muchos países se liberaron de regímenes dictatoriales y sus nuevos gobiernos civiles dieron máxima prioridad a la consolidación de un Estado democrático y a la demostración de que la democracia era coherente con el orden y la paz sociales. Si bien la deuda externa creó dificultades para el manejo económico y social, una confrontación con la banca, aun cuando fuese exitosa, podría haber sido una victoria "a lo Pirro" si desestabilizaba otras variables importantes del proyecto político nacional del país deudor (Devlin, 1989).

Por su parte, el Plan Baker "B" respondió a factores diversos. En primer lugar, la hipótesis de una falta transitoria de liquidez en la región estaba perdiendo credibilidad a la luz de los problemas persistentes de los países deudores y del desarrollo de un mercado secundario internacional para los préstamos bancarios en la región, en el cual se observaron en 1987-88 descuentos medios de 40-50% respecto del valor par de los papeles representativos de deuda bancaria (ver cuadro IV.5).<sup>11</sup> En segundo lugar, y en parte debido a los mismos descuentos, la banca acreedora resistió abiertamente la propuesta de Baker de otorgar nuevos préstamos involuntarios. Finalmente, el reducido flujo de crédito fresco contribuyó a un manifiesto deterioro en la capacidad del programa de co-optar a los deudores: a comienzos de 1987 Brasil sorprendió al mundo con el anuncio de una moratoria unilateral y un número significativo de otros países comenzaron silenciosamente a acumular atrasos en el servicio de la deuda (Altimir y Devlin, 1994).

#### Cuadro IV.5

El Plan Baker "B" realmente nunca despegó; con bancos poco dispuestos a prestar y deudores sin recursos suficientes para financiar una adecuada reducción de la deuda, la gestión

---

<sup>11</sup> Estudios de las principales experiencias de América Latina se presentan en Bouzas y Ffrench-Davis (1990); el caso de Chile se examina también en Ffrench-Davis (1990).

oficial cayó en una suerte de limbo y quedaron pocos países (Chile, Colombia, México, Uruguay y Venezuela) con la capacidad de servir su deuda externa. La falta de dirección y las graves consecuencias políticas de perseguir un ajuste sin financiamiento –manifestadas, por ejemplo, en los impresionantes motines de Venezuela a principios de 1989– crearon un sentido de urgencia que dio lugar al anuncio del Plan Brady.

De este modo, aunque el esquema oficial evolucionó bastante, resulta evidente que reaccionó, más que se anticipó, a los problemas. Por otra parte, la respuesta fue casi siempre deficiente respecto a lo que era necesario para una solución sistémica y socialmente eficiente. En verdad, pese a la retórica sobre la necesidad de financiar el ajuste de los países deudores, los acreedores lograron traspasar el grueso de los costos de la crisis a los PALs: ello se resumió en “una década perdida” para el desarrollo. La preocupación predominante de los conductores del proceso no fue un ajuste socialmente eficiente del sistema internacional en conjunto, sino la salvación de los bancos comerciales y los sistemas financieros, a un costo directo mínimo para los contribuyentes de los gobiernos acreedores.

El rescate de los bancos fue bastante exitoso: en 1987 se observó que estaban logrando superar su crisis a través de aumentos de su capital y reservas; en 1989 los préstamos vigentes a América Latina, como porcentaje del capital de la banca estadounidense, bajaron a un manejable 38%. Este fenómeno transformó la insolvencia de América Latina de una crisis para la banca a sólo un mero problema. La mayor solvencia de la banca fue financiada de una manera asimétrica mediante una contracción de las economías latinoamericanas, lo que permitió una gran transferencia de recursos a los acreedores. La magnitud de la transferencia neta anual fue notable: equivalente a 4% del PIB de la región en el cuatrienio 1983-86. Esta cifra excede incluso a la registrada por Alemania después de la primera guerra mundial, cuando tuvo que pagar reparaciones de guerra a los aliados (Devlin, 1989).

#### **4. EL AJUSTE INTERNO RECESIVO DE LOS AÑOS OCHENTA**

Como se observó anteriormente, la abrupta reducción de las fuentes del financiamiento externo

fue una causa determinante del bajo nivel de actividad económica en el decenio de 1980. En conjunto con el deterioro de los términos financieros y de intercambio (asociado al marco recesivo externo) y la fuga de capitales, se produjo una aguda escasez de divisas, la que provocó una intensa recesión en las economías de la región. Consecuentemente, la tasa de utilización de los recursos productivos declinó en forma también aguda. Como resultado de la brecha entre PIB efectivo y potencial, de la escasez de financiamiento de largo plazo y de la incertidumbre, la formación de capital disminuyó notablemente a través de toda la región durante los años ochenta (ver cap. II). En síntesis, el receso productivo de la región significó la subutilización de su capacidad instalada. El trabajo, la tierra y el capital físico se ocuparon en menor escala que en el decenio precedente y se redujo la tasa de inversión.

Para los efectos de cuantificación del ajuste registrado en las principales variables macroeconómicas, en el cuadro IV.6 se utiliza como base el bienio 1980-81. Este bienio marca el punto máximo de producción por habitante, uso de capacidad e inversión en la mayoría de los PALs. Todas las variables, medidas en términos *per cápita*, se expresan como porcentaje del PIB en ese bienio.

Entre 1979 y 1980 todos los indicadores de la región como conjunto muestran una "mejora". En 1981, o poco antes, algunos países como Argentina, Brasil, Costa Rica y Paraguay experimentaron dificultades para financiar su balanza de pagos y se sometieron a ajustes recesivos (deliberados o automáticos), mientras que otros países –como Chile, México, Perú y Ecuador– continuaron expandiendo su gasto y su producción, apoyados por un acelerado endeudamiento externo. El año 1982 fue de transición tanto en actividad económica como en financiación externa e inversión productiva, entre la continuación del auge económico en varios países en 1981 y la recesión generalizada en 1983. El promedio de los ocho años del período 1983-90 muestra la desaparición del crecimiento vigoroso que había exhibido Latinoamérica y la sistemática reducción de la inversión. El proceso de ajuste fue desencadenado por los *shocks* externos, que se miden en las líneas 7 y 8. Ahí se pueden comparar los promedios de ambos períodos: 1980-81 y 1983-90.

#### Cuadro IV.6

En la dimensión interna, se constató una fuerte baja de la demanda agregada y de la actividad económica. Una estimación conservadora de la brecha entre capacidad productiva utilizable y la utilizada efectivamente indica que alcanzó un promedio anual del orden de 40 mil millones de dólares. Se trata de una cifra sin duda espectacular, que refleja la ineficiencia del camino seguido por el ajuste, agravado por un brusco y masivo deterioro de las transferencias financieras y un paralelo deterioro de los términos de intercambio. Se estima que la inversión interna bruta registrada durante el ajuste permitía mantener aproximadamente constante el nivel de la capacidad de producción por habitante.<sup>12</sup> Sin embargo, la producción efectiva *per cápita* en el período 1983-90, en promedio, fue 6% menor que la de 1980-81. Esto generó un efecto "reductor de la producción", liderado por la restricción externa dominante, la que llevó a imponer políticas excesivamente restrictivas de la demanda acompañadas de políticas reasignadoras débiles.

En la línea 3 del cuadro IV.6 se observa que el consumo por habitante disminuyó fuertemente. Sin embargo, el impacto mayor fue absorbido por la formación de capital; en este proceso de ajuste, también las importaciones de bienes de capital cayeron a niveles sustancialmente inferiores a los de antes de la crisis. La formación de capital por habitante se redujo en un tercio entre 1980-81 y 1983-90, con el consiguiente efecto negativo sobre la expansión de la capacidad productiva y la generación de empleos. La declinación entre ambos períodos no estuvo asociada a un menor esfuerzo de ahorro interno (línea 5). Fueron los *shocks* externos los que hicieron que, no obstante que se registró un mayor ahorro interno total,<sup>13</sup> el financiamiento disponible para la formación de capital se redujese.

El sector privado, pero sobre todo el sector público, que se transformó en el deudor principal en moneda extranjera (sea por haber contratado directamente el grueso de la deuda externa, o por haber asumido la deuda del sector privado debido a las presiones de los acreedores o los deudores privados locales), se vieron forzados a canalizar una proporción considerable de

---

<sup>12</sup> La generación de nueva capacidad productiva (o crecimiento del PIB potencial) se redujo de un promedio anual del orden de 5,5% en los setenta a 2% en los ochenta. Ver cap. II.

<sup>13</sup> El ahorro interno *per cápita* se redujo entre 1982 y 1984, para recuperarse posteriormente, en tanto que su nivel total aumentó. Como proporción del PIB de cada período se elevó desde 23% a 24%.

su ahorro al pago de intereses sobre la deuda externa. A ello se agregó el deterioro de los términos del intercambio, lo que también redujo la disponibilidad de fondos para la inversión.

Los *shocks* comercial y financiero se presentan en las líneas 7 y 8. Los ingresos de capitales se redujeron a un cuarto de lo que habían sido en el bienio base, en tanto que los pagos de intereses y utilidades se elevaron en un tercio. El deterioro de la transferencia neta de fondos de 5 puntos del PIB, que transformó a la región en “exportadora de capitales”, explica cerca del 60% de la disminución de los recursos disponibles provocada por los *shocks* externos (8 puntos porcentuales) en 1983-90, en comparación con 1980-81. Este rubro describe la magnitud del *shock* financiero externo y su prolongada vigencia. El 40% restante fue consecuencia de un marcado deterioro de la relación de precios del intercambio (el *shock* comercial de 3,2%, medido por la diferencia entre 1983-90 y 1980-81 en la línea 7, como proporción del PIB *per cápita*).

La combinación de estos *shocks* externos negativos involucró un nivel significativamente menor de gasto interno, lo que a su vez acarrió, en un círculo vicioso, una baja de la producción. Como lo demuestra el cuadro IV.6, la producción por habitante (línea 1) disminuyó 6% entre ambos lapsos y el gasto interno (línea 2) descendió 14%. Ambos coeficientes indican, además, un quiebre notable respecto a las tendencias registradas en los años setenta: crecimiento anual de la producción (5,6%), del consumo (6,1%) y de la inversión (7,3%), frente a un aumento de la población de 2,7% por año en ese decenio.

Por otra parte, como ya se indicó, durante los años ochenta el Estado tuvo que financiar el grueso (sobre 70%) de la transferencia neta al exterior. La fluidez de esa transferencia dependió en gran medida del grado de autonomía de las finanzas públicas. En otras palabras, los gobiernos dueños de exportaciones de recursos naturales, como México, Venezuela y Chile, pudieron efectuar la transferencia con mayor facilidad que otros gobiernos que tuvieron que depender de la eficacia de sus sistemas impositivos nacionales. Las debilidades de estos últimos eventualmente se reflejaron en las altas tasas de inflación que acompañaron las recesiones económicas de países como Argentina, Brasil, Perú y Uruguay.

En síntesis, tanto el ambiente interno recesivo como la notable incertidumbre y las



restricciones, que obstaculizaban la capacidad de gestión de los gobiernos y la formación de capital pública y privada, contribuyeron a un descenso de la inversión y a la fuga de capitales nacionales. La represión generalmente indiscriminada de la demanda agregada recayó en alta proporción sobre la demanda efectiva, lo que llevó a una subutilización sustancial de la capacidad instalada; ello, naturalmente, deprimió aún más la inversión y contribuyó a empeorar el desempleo y la distribución del ingreso. La transferencia continua de fondos al exterior representó una restricción adicional significativa sobre la capacidad de inversión de las naciones deudoras.

En ese marco externo e interno, los países deudores enfrentaron dificultades para diseñar una estrategia de desarrollo compatible con el ajuste estructural interno y las restricciones impuestas por la economía mundial. El predominio de las necesidades financieras de corto plazo llevó a la instalación, con larga vida futura, de un enfoque “financierista” en desmedro de un enfoque “productivista”. En esta situación se debilitó la autoidentidad y la habilidad para diseñar programas nacionales de desarrollo y lograr consensos en torno a ellos, y disminuyó la capacidad de los gobiernos de los países deudores para pensar, con libertad y pragmatismo en el futuro.

## 5. CONSIDERACIONES FINALES

Aunque la estrategia oficial para enfrentar el problema de la deuda cambió considerablemente en el transcurso del decenio, su característica dominante fue la nítida asimetría que se generó en los procesos de ajuste. Reflejo de ello es el contraste entre el ajuste gradual de la banca internacional en el decenio de 1980 y el ajuste brusco y riguroso de los PALs. En este contexto, la aparición del Plan Brady fue, desde el punto de vista conceptual, una audaz estrategia de gestión surgida de la crisis y ciertamente la única que abordó directamente las demandas de los países deudores en materia de alivio real de la carga de la deuda y reactivación económica. Sin embargo, en congruencia con el carácter asimétrico de los esfuerzos de salvamento desplegados durante un decenio, el Plan Brady fue factible, en parte, debido a la percepción de que los bancos habían superado su crisis y había llegado el momento de responder de manera más integral a los graves problemas de los países deudores.

El Plan corrigió la asimetría del ajuste hasta cierto punto mediante operaciones para reducir la deuda y tolerar los atrasos en el servicio de la misma, que funcionaron como una "válvula de escape" de urgencia para el sobreendeudamiento. En 1992, después de un decenio de gran controversia, el problema de la deuda externa era un tema secundario en casi todos los países, pues la mayoría experimentó una notable recuperación de las corrientes de capital y una reversión de la transferencia neta de recursos (ver cap. X).

El factor principal detrás de este cambio fue la pronunciada baja de las tasas internacionales de interés y la consolidación de los esfuerzos de ajuste interno (Calvo, Leiderman y Reinhart, 1993). La disminución de las tasas de interés fue un factor clave para reducir la carga de la deuda y permitir que los países regularicen sus pagos de intereses. Las menores tasas de interés internacionales, junto con las políticas de ajuste internas, también incrementaron enormemente los diferenciales de rentabilidad con América Latina, lo que alentó tanto la repatriación de capital como la inversión extranjera directa y la de cartera. Sin embargo, la afluencia de capital alcanzó tanto a los países que habían regularizado el servicio de la deuda a través del Plan Brady como a aquellos que, como Brasil y Perú, todavía no lo habían hecho. El

cambio en los mercados internacionales de capitales fue el factor determinante, en la mayoría de los PALs, de políticas macroeconómicas más expansivas.

Aun cuando la crisis de la deuda pasó a segundo plano, la situación intrínseca de la región siguió siendo delicada. Los nuevos flujos de capital no sólo tienen un fuerte componente de corto plazo fácilmente reversible (los préstamos de mediano plazo de la banca comercial continuaron, en general, en receso), sino que también se convirtieron en una fuente de desequilibrio macroeconómico, dados sus efectos depresivos sobre el tipo de cambio y el ahorro nacional. Para evitar otra crisis de divisas, los países deberían administrar los flujos de capital de manera pragmática y normar los mercados financieros internos de manera congruente con el equilibrio macroeconómico, la competitividad internacional, y el aumento del ahorro interno y la inversión (CEPAL, 1998, caps. IX y XI). Es evidente que hay que utilizar la prudencia cuando se trata del capital externo, a causa tanto del carácter coyuntural y reversible de parte significativa de los flujos, como de las notorias imperfecciones de los mercados financieros internacionales. Una actitud cautelosa ante la acumulación de obligaciones externas quizá tenga costos coyunturales, pero a la larga genera beneficios significativos, pues proporciona incentivos al ahorro interno y a las exportaciones, y cimienta un equilibrio macroeconómico y un crecimiento sostenibles. Lamentablemente, la postura neoliberal que predomina actualmente en América Latina es de una actitud permisiva con cualquier componente de los flujos de capital; tiende a ser dogmática en la defensa de mercados no regulados, aun cuando es evidente que el mercado financiero es uno de los más imperfectos y procíclicos.

El proceso de ajuste asimétrico de los años ochenta debería ciertamente servir de advertencia a los países de América Latina acerca de los peligros de delegar totalmente en el mercado financiero las decisiones sobre el volumen y la composición del capital externo. Las autoridades gubernamentales precavidas pueden morigerar constructivamente los instintos especulativos de los jugadores en los mercados financieros y proporcionar incentivos para canalizar los recursos financieros hacia la inversión productiva.

Por último, permanece pendiente, para avanzar hacia un mundo racional y con predominio del bien común, reiniciar el debate internacional acerca de la arquitectura del sistema

financiero internacional. En particular, temas tales como el otorgamiento de mandato a instituciones financieras oficiales como el BIS y el FMI para la adopción de medidas anticíclicas y compensatorias, la corrección de los sesgos regresivos y recesivos de la actual condicionalidad y del ajuste asimétrico, la emisión periódica de derechos especiales de giro, siguen siendo objetivos relevantes para una globalización económica más eficiente y socialmente equitativa.

**Cuadro IV.1 AMÉRICA LATINA: DEUDA EXTERNA TOTAL DESEMBOLSADA, 1976-94<sup>a</sup>**

(Saldo a fines de año, en miles de millones de dólares)

	1976	1978	1980	1981	1982	1986	1990	1994
América Latina (19)	97,3	158,8	218,7	272,7	316,3	391,4	442,7	553,1
Argentina	9,3	13,3	27,2	35,7	43,6	51,4	62,2	85,7
Brasil	33,3	54,6	64,0	71,9	83,2	111,0	123,4	153,6
Chile	5,6	7,4	11,2	15,6	17,2	20,8	18,6	21,8
Colombia	3,9	5,1	6,8	8,5	10,3	16,1	18,0	21,9
Costa Rica	1,0	1,7	1,8	2,3	3,0	3,5	3,2	3,3
México	24,0	35,7	50,7	74,9	90,1	103,5	106,7	139,8
Perú	7,6	9,7	9,6	9,6	11,5	14,5	22,9	30,2
Rep. Dominicana	0,8	1,3	2,2	2,5	3,0	3,8	4,5	3,9
Uruguay <sup>b</sup>	0,7	0,8	1,1	1,3	1,7	2,9	4,5	5,0
Venezuela	4,9	16,6	27,0	29,2	29,2	30,8	35,5	41,0

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales.

<sup>a</sup> Incluye deuda con el Fondo Monetario Internacional.

<sup>b</sup> Deuda externa pública.

**Cuadro IV.2 DEUDA EXTERNA DE AMÉRICA LATINA Y DEL CONJUNTO DE PAÍSES EN DESARROLLO, 1973-82**

(Miles de millones de dólares)

	1973	1977	1980	1981	1982
	<i>Total</i>				
América Latina	42,8	104,2	204,3	241,5	260,7
Países en desarrollo	108,2	238,8	444,6	520,6	574,4
	<i>Bancaria</i>				
América Latina	25,7	72,9	160,1	194,1	213,4
Países en desarrollo	42,5	114,8	257,1	304,2	337,6

Nota: Cálculos de Ffrench-Davis (1984), basados en información del Banco Mundial y Banco de Pagos Internacionales (BIS). América Latina excluye Cuba y Panamá; países en desarrollo, excluye a los exportadores de petróleo con superávit en cuenta corriente (Arabia Saudita, Kuwait, etc.). Las cifras de CEPAL (ver cuadro IV.1), posteriores a las de este cuadro, tienen una cobertura aun mayor.

**Cuadro IV.3 TASAS REALES DE INTERÉS INTERNACIONAL, CON DEFLACTORES ALTERNATIVOS,  
1977-85  
(% anuales)**

	Tasa nominal	Inflación en países industrializados	Inflación externa enfrentada por países en desarrollo	Tasas Reales Deflactadas:	
	(1)	(2)	(3)	por (2)	por (3)
1977-78	8,4	7,6	10,1	0,7	-1,5
1979-80	13,9	8,7	14,3	4,8	-0,4
1981	17,4	8,8	-2,3	7,9	20,2
1982	17,1	7,3	-5,6	9,1	24,0
1983	12,7	4,9	-4,5	7,4	18,0
1984	13,0	4,3	0,4	8,3	12,5
1985	10,7	3,9	-3,0	6,5	14,1

Fuentes: OCDE (1984) para col. (1); FMI (1986), para col. (2) que es el deflactor del PNB de los países industrializados, y para la col. (3) que presenta el índice de precios unitarios de exportaciones de los países en desarrollo no petroleros.

**Cuadro IV.4 AMÉRICA LATINA: EVOLUCION DE LOS TÉRMINOS  
DE ENDEUDAMIENTO CON BANCOS PRIVADOS<sup>a</sup>  
(1980/81 = 100)**

	Primera ronda	Segunda ronda	Tercera ronda	Cuarta ronda
Argentina	319		114	40
Brasil	144	107	43	
Costa Rica	151		82	
Cuba	148	93	65	
Chile	250	151	89	50
Ecuador	335		107	
Honduras	152		65	
México	280	160	84	44
Panamá	274		79	
Perú	197	134		
Rep. Dominicana	235		61	
Uruguay	349		98	44
Venezuela			68	47

Fuente: Devlin (1989).

<sup>a</sup> El índice está compuesto por la comisión, el plazo de amortización y el margen o recargo sobre la LIBOR; la comparación se hace con las condiciones prevalecientes en el período inmediatamente anterior a la crisis.

**Cuadro IV.5 AMÉRICA LATINA: PRECIOS DE LOS PAPELES  
REPRESENTATIVOS DE DEUDA EXTERNA EN EL MERCADO SECUNDARIO,  
1988-93**  
(porcentajes del valor par)

	1988	1989	1990	1991	1992	1993 <sup>a</sup>
Argentina	26	15	15	27	45	54
Bolivia	11	11	...	...	14	16
Brasil	46	30	25	29	32	38
Colombia	62	59	62	73	75	78
Costa Rica	13	15	29	43	56	69
Chile	59	60	67	84	90	92
Ecuador	25	13	17	21	28	38
Honduras	22	20	...	...	29	32
Jamaica	37	40	28	...	72	74
México	48	39	43	53	64	73
Nicaragua	3	1	...	...	7	9
Panamá	28	14	15	15	28	39
Perú	6	5	5	7	16	40
República Dominicana	22	19	...	...	22	43
Uruguay	50	36	44	60	62	66
Venezuela						
Promedio <sup>b</sup>	43	32	33	41	49	55

*Fuente:* CEPAL, sobre la base de precios de oferta, recopilados por Salomon Brothers, Departamento de Alto Rendimiento.

<sup>a</sup> Promedio de enero, junio y diciembre. <sup>b</sup> Ponderado por la deuda bancaria.

**Cuadro IV.6 AMÉRICA LATINA: PRODUCCIÓN, CONSUMO, INVERSIÓN, Y SHOCKS EXTERNOS PER CÁPITA,  
1976-90**

(Porcentajes del PIB promedio per cápita en 1980-81)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	Promedio 1976-79	Promedio 1980-81	Promedio 1983-90
1. PIB	101,0	99,0	95,8	91,7	92,8	93,3	95,1	96,3	95,2	94,2	92,7	93,3	100,0	93,9
2. Absorción interna	102,7	100,1	93,7	85,7	86,2	86,7	89,5	90,2	88,8	87,1	85,7	93,5	101,4	87,5
3. Consumo	77,8	76,4	74,2	70,7	71,2	70,6	73,5	73,5	72,2	71,9	71,1	71,3	77,1	71,8
4. Formación bruta de capital	24,9	23,7	19,6	15,0	15,0	16,1	16,0	16,7	16,6	15,2	14,5	22,2	24,3	15,6
5. Ahorro interno <sup>a</sup>	23,2	22,6	21,6	21,0	21,6	22,7	21,6	22,8	23,0	22,3	21,5	22,0	22,9	22,1
6. Cuenta corriente no financiera <sup>b</sup>	-1,7	-1,1	2,0	6,0	6,6	6,6	5,6	6,1	6,5	7,1	7,0	-0,2	-1,4	6,4
a) Exportaciones de bienes y servicios	14,2	14,9	14,8	15,6	16,6	16,4	16,0	16,9	18,0	18,6	19,2	13,3	14,5	17,1
b) Importaciones de bienes y servicios	-15,9	-16,0	-12,7	-9,6	-10,0	-9,8	-10,4	-10,8	-11,5	-11,5	-12,2	-13,5	-16,0	-10,7
7. Efecto de la relación de precios del intercambio	0,0	-0,8	-2,3	-2,5	-2,1	-2,8	-3,9	-4,0	-4,2	-4,4	-4,6	-1,0	-0,4	-3,6
8. Transferencia neta de recursos (c-d)	1,6	1,8	0,1	-3,8	-4,7	-4,1	-2,0	-2,5	-2,7	-3,1	-3,0	1,1	1,7	-3,2
a) Movimiento de capital <sup>b</sup>	4,3	5,0	2,4	0,2	1,3	0,4	1,2	1,8	0,6	1,3	1,8	4,6	4,7	1,1
b) Pago neto de utilidades e intereses	-2,6	-3,6	-4,8	-4,5	-4,8	-4,5	-4,3	-3,8	-3,9	-4,0	-3,4	-2,0	-3,1	-4,2
c) Subtotal	1,7	1,4	-2,4	-4,3	-3,6	-4,2	-3,1	-2,0	-3,4	-2,7	-1,6	2,6	1,6	-3,1
d) Cambio en las reservas internacionales	0,2	-0,4	-2,5	-0,5	1,2	-0,1	-1,0	0,6	-0,7	0,4	1,4	1,5	-0,1	0,1

*Fuente:* Cálculos del autor, sobre la base de cifras oficiales para 19 países procesadas por CEPAL. Todas las cifras, expresadas en dólares de 1980, fueron deflactadas por la población. El PIB per cápita de 1980-81 se usó como base 100. Luego, todas las cifras se expresan como porcentajes de esa base.

<sup>a</sup> Calculado como la diferencia entre el PIB y el gasto en consumo. <sup>b</sup> Los flujos de capital aquí incluyen las transferencias unilaterales públicas y privadas.