

LA SITUACION ECONOMICA INTERNACIONAL, LAS POLITICAS COMERCIALES, LOS TIPOS DE CAMBIO, LA BALANZA DE PAGOS Y SU INFLUENCIA EN EL CRECIMIENTO DE LOS PAISES EN VIAS DE DESARROLLO (*)

Por
SCOTT THOMAS (**)

I. FACTORES SUBYACENTES EN LAS CRISIS DE LOS PAISES DEUDORES

HA Y diferencias sustanciales entre las dificultades financieras exteriores que actualmente están experimentando los principales países deudores. Algunas de ellas son fruto de las diferencias que existen entre estos países en lo que se refiere a la gestión de las políticas fiscal y monetaria. Por ejemplo, los tipos de cambio sobrevalorado y las grandes evasiones de capital parecen haber provocado las crisis de Argentina y México. Un giro radical en la política económica hacia el liberalismo en los intercambios comerciales y la sobrevaloración del tipo de cambio se combinaron para provocar la crisis de Chile. La experimentación con empresas estatales o quasi estatales de inversión y la disposición a

(*) Ponencia presentada en el XIX Congreso Internacional de Economistas Agrarios (1985).

(**) Economista senior en Data Resources Inc., Washington, D. C.

— Revista de Estudios Agro-Sociales. Núm. 137 - Extra (septiembre 1986).

convertir el déficit presupuestario resultante en depósitos a plazo fijo en el sistema bancario aceleró las crisis del Brasil.

De igual forma, el efecto de las perturbaciones exteriores sobre las economías de los países deudores ha sido distinto según la estructura de éstas. Los países exportadores de petróleo como México y Venezuela se beneficiaron claramente de las subidas de los precios reales del petróleo que tuvieron lugar en 1974 y 1979 al aumentar su capacidad para conseguir incrementos de los excedentes de créditos y comerciales. Los importadores de petróleo como Brasil se endeudaron nominalmente para ajustar sus economías mediante la inversión en empresas de conservación de la energía y de promoción de la exportación, a lo que fueron alentados por agencias multilaterales que para describir este fenómeno empleaban la favorable etiqueta de «reciclaje de petrodólares». Los problemas surgieron más adelante, cuando el precio real del petróleo bajó, poniendo en peligro simultáneamente los créditos existentes de países como México a la vez que se reducía la reserva de eurodólares disponibles para «reciclar» a los países como Brasil.

La riqueza petrolífera podría haber sido una ventaja sólo hasta cierto punto al permitir que siguieran su curso las políticas económicas que obstaculizaban la competitividad exportadora de otros productos. Así, por ejemplo, la estructura de salarios y precios en Venezuela ha protegido a la industria nacional de la competencia importadora, fomentando al mismo tiempo la falta de competitividad en las exportaciones no petrolíferas. El riesgo que implica esta estrategia de obtener empréstitos con el respaldo de un solo producto de exportación estriba en que, si se produce un descenso en el precio de dicho producto, la capacidad del país para generar divisas mediante la exportación de otros bienes resulta muy escasa.

Los incrementos del tipo de interés real han elevado la carga global de los países deudores pero, de nuevo, el grado y la forma en que se ha hecho sentir este efecto ha diferido mucho de unos países a otros. Excluidos los países de la O.P.E.P., el 45% de la deuda de los países en vías de desarrollo (P.V.D.) está ligada a tipos de interés variable que fluctúan diariamente. La forma en que fueron pactados los préstamos —a tipos de interés fijos y/o en términos más generosos— ha determinado el grado de aislamiento de cada país respecto de las alteraciones del tipo de interés. Corea es un ejemplo de país que contrajo una parte relativa-

mente grande de su deuda en términos generosos. En parte a causa de esto, en comparación con otros grandes deudores, Corea se ha desenvuelto mejor en la crisis financiera internacional, y ha evitado hasta ahora la intervención directa y los condicionamientos que normalmente impone el F.M.I. También ha influido en el relativo éxito de este país que sus autoridades hayan estado inmediatamente dispuestas a devaluar los tipos de cambio en respuesta a las conmociones exteriores.

También ha variado considerablemente la proporción del endeudamiento neto de cada país, con respecto al endeudamiento total, lo cual supone que existen diferencias entre la vulnerabilidad subyacente de sus economías a las alteraciones de los tipos de interés. Veamos, por ejemplo, el caso de Argentina, en donde Dornbusch (1984) ha mostrado que la combinación del crecimiento de las reservas en divisas y la evasión de capital suponían el 87% de las afluencias de capital entre 1978 y 1982. Como las reservas oficiales quedaron sustancialmente reducidas, a finales de 1982, podemos inferir que la mayor parte de ese 87% fue debido, sin duda, a evasiones de capital privado. De este modo, los aumentos del tipo de interés mundial suponen probablemente aumentos de los rendimientos de los capitales extranjeros en manos de los argentinos responsables de esa evasión de capital. El problema, en este caso, es la recuperación, por parte de los argentinos, de los intereses sobre los capitales que mantienen en el extranjero. Sin embargo, este asunto no carece de importancia debido a la dificultad que supone cambiar la estructura subyacente de la economía argentina (y de su sistema político) lo suficiente como para atraer de nuevo esos activos al país.

Al diferente grado de capacidad mostrada por los grandes deudores para adaptarse a las profundas recesiones de 1980-1983 han contribuido otras consideraciones estructurales subyacentes que continúan teniendo un efecto negativo sobre la capacidad de ciertos países para superar la crisis internacional en el campo de la deuda externa. En los últimos años han sido necesarias la mitad de las ganancias por exportación de los P.V.D. importadores de petróleo para satisfacer los pagos del servicio de la deuda. La capacidad de los países deudores para soportar la recesión de los países industrializados, así como para obtener cuotas de participación crecientes en las importaciones de los países industrializados durante las recuperaciones económicas, lo cual es igualmente importante, depende fundamentalmente de la estructura econó-

mica subyacente de cada país. Un país que ha dependido sobre todo de las exportaciones de recursos primarios, en vez de manufacturas, o que se ha concentrado rígidamente en la exportación de uno o dos bienes exclusivamente o que exporta sobre todo a otros P.V.D. hallará mucho más difícil recuperarse de su crisis de endeudamiento.

De la misma forma, el punto hasta el cual la reducción de las entradas de capital extranjero puede ser compensada con el ahorro interno destinado a la inversión varía considerablemente entre los países deudores. Corea, también país modelo en este aspecto, pudo sostener una tasa de ahorro interno del 18 al 25% entre 1973 y 1983, muy por encima de las tasas de ahorro de los deudores latinoamericanos durante el mismo periodo. Este es otro aspecto en el que las diferencias entre las estructuras subyacentes de las economías de los P.V.D. han contribuido a las grandes variaciones de la capacidad de cada país deudor para superar la crisis internacional en relación a la deuda externa. Los economistas saben muy poco acerca de cuáles son las diferencias entre las estructuras políticas y económicas que dan lugar a diferentes tasas de ahorro interno. Las características estructurales, incluidas la regulación y la estructura del mercado de crédito interno, el control del crédito o la subvención a los tipos de interés, los acuerdos de tenencia de tierras y los incentivos al ahorro, así como la inversión patrocinada por el gobierno frente a la generada por el sector privado, prometen ser de gran importancia en la capacidad que tenga cada país para movilizar el ahorro interno en una época en la que las entradas de capital disminuyen.

II. CONSECUENCIAS PARA EL ANALISIS ECONOMICO

Lo que se desprende del examen de los factores subyacentes a las crisis de los países deudores no es sólo la existencia de diferencias fundamentales implícitas en las dificultades financieras de éstos, sino que también se observa que esas diferencias son fruto, en parte, de sus características estructurales. Lo que nos hace llegar a esta conclusión es el hecho de que el examen de las dificultades financieras no ha sido sólo un análisis del saldo actual de la balanza de pagos, sino que también se ha tomado en cuenta la capacidad de cada deudor para reactivar el crecimiento económico a largo plazo y, a la vez, seguir manteniendo su credibilidad

externa. Se da por supuesto que la capacidad de los países deudores para reactivar sus economías depende en buena parte de que vuelvan a tener acceso a las entradas de capital procedentes de fuentes privadas. La credibilidad demostrada a largo plazo es un requisito previo para cualquier posible reanudación del préstamo bancario. Pero esta demostración no puede llevarse a cabo sin abrir la caja de Pandora, esto es, sin hacer una revisión, país a país, de la solvencia externa.

III. EL PROBLEMA DE LA SOLVENCIA DE UN PAÍS

La cuestión que plantea el saber si los problemas originados por el servicio de la deuda, evidentes hoy en día en un amplio grupo de países en vías de desarrollo, son debidos a falta de liquidez o a insolvencia, nunca ha sido convenientemente tratada por los economistas. Parece ser que no se ha podido definir satisfactoriamente qué se entiende por falta de liquidez y por insolvencia. Una definición formal de insolvencia de una entidad económica es que el valor actual de sus ingresos menos gastos sea negativo en un cierto plazo finito de tiempo, lo que implica que los activos de los acreedores contra esa entidad no son totalmente recuperables. Si tomamos como ingresos las ganancias netas en divisas, y los pagos del servicio de la deuda como gastos, la cuestión central es si el valor actual de la deuda puede mantenerse sin una persistente recesión y sin un importante deterioro de la credibilidad del país en cuestión (1). Si esto no es así, probablemente los activos contra ese país en manos de acreedores extranjeros no podrán recuperarse en su totalidad. Es indispensable poder determinar los países que se encuentran dentro de esta categoría para formular las respuestas políticas que resuelvan con éxito el problema de la deuda internacional.

Está comprobado que existe una interacción triangular entre el servicio de la deuda, el crecimiento y la credibilidad a largo plazo (2). Los representantes de las naciones deudoras y otros agentes responsables han argumentado en favor de introducir mecanismos de «protección» del tipo de interés que podrían convertir parte de las obligaciones del servicio de la deuda en nueva deuda,

(1) Nótese que se suponen estáticas las condiciones económicas del resto del mundo. Un descenso mundial bajaría el umbral de insolvencia de todos los países deudores.

(2) Véase, por ejemplo, Enders y Mattione (1984).

para así permitir unos índices de crecimiento más rápidos en los países deudores. Es de suma importancia poder identificar aquellos países en los cuales la implantación de tales medidas podría generar un crecimiento más rápido sin empeorar significativamente su credibilidad a largo plazo.

No obstante, también cabe la posibilidad de que las propuestas para diferir los pagos de los intereses, aun posibilitando un crecimiento más rápido a corto plazo, reduzcan en algunos países las tasas de crecimiento a largo plazo, ya que la eficacia de tales propuestas depende de la capacidad que tenga cada país para generar nuevas fuentes de divisas en el «período de gracia» en que se producirá un crecimiento económico más rápido a corto plazo. El peligro estriba en que si un país no es capaz de multiplicar sus exportaciones, el crecimiento de la deuda durante el «período de gracia» podría acabar paralizando sus perspectivas de crecimiento económico a largo plazo.

Por último, es importante hacer un cuidadoso análisis país a país en lo que se refiere a los supuestos que se formulan sobre la economía mundial. Por ejemplo, si los índices de crecimiento industrial de un país y los tipos de interés mundial son más altos y más bajos, respectivamente, de lo que los economistas han predicho de aquí a 1990, ¿cuáles serán los efectos sobre el análisis de la credibilidad a largo plazo de ese país? Si la capacidad exportadora de los países deudores aumenta mediante el incremento de la inversión en sus sectores externos y/o la reducción de las barreras a la importación de los países industrializados, ¿cuál será el efecto sobre la credibilidad a largo plazo de cada país?

IV. METODOLOGIA PARA EVALUAR LA CREDIBILIDAD DE UN PAÍS

Cuando el valor actual de los activos de los acreedores contra una empresa no es totalmente recuperable en un período de tiempo razonable, la empresa es declarada insolvente. Este criterio puede aplicarse al análisis de la credibilidad de los principales países deudores, con la salvedad de que para que un país sea considerado solvente no debe presentarse la situación de que un plan de renegociación del capital con aplazamiento de los intereses tenga, cinco años más tarde, una alta probabilidad de tener que ser renegociado. Si la imposición del requisito de que el pago de los

intereses ha de cumplirse totalmente con los ingresos netos de divisas corrientes conduce a una persistente recesión y además no puede diseñarse ningún plan de aplazamiento de los intereses que no empeore significativamente la credibilidad, los activos de la deuda han de considerarse no recuperables en su totalidad.

Los fundamentos del análisis empírico de la credibilidad de los deudores, desarrollados a partir de la derivación teórica que hizo Kharas (1984) de un modelo de capacidad de endeudamiento, fueron modificados por Thomas (1984) de forma que la ecuación de estimación refleje la culminación de todas las decisiones de inversión precedentes sobre la credibilidad actual del deudor (3). Los ratios deuda-capacidad resultantes son: el ratio deuda-P.I.B. (una medida clásica de la solvencia), el ratio capital-P.I.B. (una forma dinámica) y el ratio préstamo-P.I.B.

Basándonos en los modelos para cada país y haciendo las modificaciones necesarias para incorporar la interacción entre el servicio de la deuda y el crecimiento, pueden hacerse previsiones para un período de cinco años en lo que se refiere a las variables relevantes (deuda externa, crédito externo, inversión fija y producto interior bruto). Thomas y Shane (1985) impusieron la restricción de desigualdad consistente en que si un país no puede cubrir completamente sus obligaciones de los pagos por intereses con las ganancias netas de divisas corrientes, las importaciones ya planeadas deben ser ajustadas a la baja. Esto supondrá un descenso de la inversión fija, con la consiguiente reducción del crecimiento económico. Por tanto, la interacción entre los pagos por intereses y el crecimiento se configura de una manera particularizada para las previsiones de cada país. Se han simulado otros dos escenarios en los cuales a los deudores se les permite diferir cada año 1/3 y 2/3 del déficit en el pago de sus intereses añadiendo el residuo al principal de su deuda (4). Se supone, quizás con demasiado optimismo, que las devoluciones del principal podrán diferirse casi indefinidamente de forma que la principal restricción al crecimiento sea la necesidad de atender al pago de los intereses de la deuda externa.

La esencia de cualquier plan de aplazamiento de intereses es

(3) La ecuación de estimación utilizada por Thomas es una función dinámica con una estructura de retardo geométrico. La estimación técnica supone la inversión recurrente del retardo hasta el período inicial, la sustitución de los saldos de truncamiento, y luego, la estimación, por medio de un escrutinio de red gruesa y fina, de los valores de la tasa de depreciación del capital. Todas las grandes muestras mantienen estas propiedades. Véase Klein (1958), Dhrymes (1969, 1971) y Zellner y Geisel (1970).

(4) El déficit en el pago de los intereses se define como la diferencia entre los intereses pendientes de la deuda externa y las ganancias netas en divisas (en estas últimas no se incluye el préstamo exterior).

que la suma diferida se añade a la deuda pendiente. De esta forma, los prestamistas retienen el cien por cien de sus activos en términos del valor actual, ya que el interés es pagadero sobre el incremento de la deuda. Igualmente, una parte de los pagos de los intereses puede cubrirse mediante el préstamo externo, por ejemplo, en el contexto de los acuerdos de préstamo forzoso surgidos de las negociaciones con el F.M.I. Estos conceptos pueden ser incorporados a escenarios de previsión alternativa en donde, si el deudor se enfrenta a un déficit en el pago de los intereses se añade a la deuda una proporción variable de ese déficit. Por supuesto, la moderación de las restricciones financieras permitirá un crecimiento a corto plazo más rápido y menores probabilidades iniciales de renegociación: equivale a eliminar el problema de la liquidez. Para completar el modelo es necesario, sin embargo, seguir examinando la posibilidad de una renegociación a lo largo de los próximos años para averiguar qué efecto tiene sobre la credibilidad a largo plazo del deudor eliminar la restricción de la liquidez. Pueden examinarse los intervalos de confianza que agrupan las probabilidades de renegociación previstas bajo cada uno de los escenarios de aplazamiento de los intereses para determinar si la credibilidad a largo plazo de cada país ha empeorado significativamente al final de cada período (5). También es posible que, aunque el crecimiento a corto plazo sea mayor una vez eliminadas las restricciones de liquidez, el efecto a largo plazo sea un crecimiento acumulativo menor. Esta hipótesis puede examinarse directamente con relación a las predicciones macroeconómicas para cada país una vez que se haya moderado la restricción de la liquidez.

V. CONCLUSIONES

El análisis empírico de algunos de los principales países deudores empleando la metodología que hemos apuntado anteriormente, lleva a la conclusión de que las obligaciones por intereses de algunos países no serán recuperables, con ningún plan viable que retenga el valor de la deuda, sin que se produzca una recesión persistente. Algunos países son estructuralmente menos capaces de salir de la recesión y de la deuda. Muy al contrario, la previ-

(5) Véase Daganzo (1979) para la derivación de los intervalos de confianza apropiados para los modelos probit.

sión para este grupo de países es la de estar destinados a ser un modelo de incapacidad crónica para cumplir sus obligaciones del servicio de la deuda, a pesar de reiteradas revisiones de los programas de amortización del principal y de los aplazamientos del pago de los intereses. Cada vez que esto suceda vendrá acompañado, sin duda, por las negociaciones del F.M.I., continuando así las incertidumbres del sistema financiero internacional.

Las consecuencias políticas de estas conclusiones son complejas, ante todo por el temor de los P.V.D. a que, si los prestamistas no son capaces de mantener el cien por cien del valor actual de sus activos en sus préstamos a estos países, nunca más volverán a conceder préstamos a éstos, al menos no voluntariamente. Los peligros políticos y económicos, si esto sucediera, serían el estancamiento del crecimiento económico, la persistencia de un elevado nivel de desempleo, la disminución de la renta per cápita y, posiblemente, la inestabilidad política. El problema es que éstos son también los resultados más probables si los prestatarios insolventes siguen sacrificando su crecimiento económico al pago de sus deudas externas.

B I B L I O G R A F I A

- CLINE, W.: *International Debt and the Stability of the World Economy* (monografía). Institute of International Economics. Washington, D. C., 1983.
- DAGANZO, C.: *Multinomial Probit: The Theory and its Application to Demand Forecasting*. N. Y., Academic Press, c. 1979.
- DHRYMES, P.: «On the Consistency of Estimators for Certain Distributed Lag Models with Autocorrelated Errors». *I.E.R.*, vol. 12, págs. 329-43; junio 1971.
- : «Efficient Estimation of Distributed Lags with Autocorrelated Error Terms». *I.E.R.*, vol. 10, págs. 47-67; febrero 1969.
- DORNBUSCH, R.: «External Debt, Budget Deficits and Disequilibrium Exchange Rates», paper presented to a World Bank Conference on International Debt and the Developing Countries. Washington, D. C., abril 1984.
- ENDERS, T. y MATTIONE, R.: «Latin America: The Crisis of Debt and Growth». Brookings Discussion Papers in International Economics, diciembre 1983.
- FEDER, G. y JUST, R.: «A Study of Debt-Servicing Capacity Applying Logit Analysis». *J.D.E.*, 1977, 4; págs. 25-38.
- FRANK, C. y CLINE, W.: «Measurement of Debt-Servicing Capacity: An Application of Discriminant Analysis». *J.I.E.*, 1971, 1; págs. 327-44.
- KHARAS, H.: «The Long-Run Creditworthiness of Developing Countries: Theory and Practice». *O.J.E.*, vol. XCIX, agosto 1984.

- KLEIN, L.: «The Estimation of Distributed Lags». *Econometrica*, vol. 26; págs. 553-65. Octubre 1958.
- PARK, Y.: «Korea's Experience with External Debt Management», paper presented to the Conference on International Debt and the Developing Countries sponsored by the World Bank. Washington, D. C., abril 1984.
- SOLomon, R.: «A Quantitative Perspective on the Debt of Developing Countries». *Brookings Papers on Economic Activity*, 1977, 2; págs. 479-501.
- THOMAS, S.: «Sovereign Debt Crises», PhD dissertation. University of California, David, junio 1984.
- THOMAS, S. y SHANE, M.: «Insolvency and L.D.C. Debt». *Challenge*, enero-febrero 1985.
- ZELLNER, A. y GEISEL, M.: «Analysis of Distributed Lag Models with Applications to Consumption Function Estimation». *Econometrica*, vol. 38, páginas 865-88; noviembre 1970.