

UN CONJUNTO MODESTO DE PROPUESTAS PARA RESOLVER EL PROBLEMA DE LA DEUDA INTERNACIONAL *

Paul Davidson **

El espectro de dos problemas de deuda internacional inquieta al mundo libre: uno está asociado con los pasivos de los países menos desarrollados de América Latina; el otro está relacionado con las obligaciones del primer deudor del mundo, los Estados Unidos. Estas dos situaciones de deuda están, en cierta manera, desconectadas, ya que ellas se desarrollaron en diferentes momentos y por diferentes razones. La deuda latinoamericana, tanto para los países productores de petróleo como para los países consumidores, es esencialmente el resultado de las explosiones de precios del crudo en los años 70; mientras que la deuda de Estados Unidos es debida principalmente a la recuperación reaganiana desde la Gran Recesión de 1979-82.

Sin embargo, en un sentido más profundo, estas dos situaciones gemelas de deuda están inextricablemente unidas de manera conjunta, ya que (a) ellas amenazan verdaderamente la viabilidad de la comunidad financiera internacional y (b) su solución requerirá de políticas innovadoras y heterodoxas.

La deuda de Estados Unidos. Entre 1982 y 1986, el gobierno de Reagan administró el más grande déficit "Keynesiano" del gasto público en tiempos de paz, para promover la recuperación eco-

* Traducción realizada por Guillermo Maya, Director Depto. de Economía Universidad Nacional, Medellín, con autorización expresa del autor.

Este artículo fue publicado originalmente en: *Journal of Post Keynesian Economics*. Winter 1987-88, vol. X N° 2, pp. 323-338.

** Editor del J. P. K. E. y profesor de la Universidad de Tennessee (EE. UU.).

nómica de la peor recesión en los últimos 50 años. La mayor demanda de bienes resultantes se desvió hacia una mayor demanda de bienes y servicios extranjeros, estimulando así el empleo y la prosperidad externas. Como resultado de la recuperación económica desde 1982, las compras norteamericanas en importaciones se han incrementado mucho más que las exportaciones, causando de este modo un significativo déficit anual en la balanza de pagos entre los Estados Unidos, y sus socios comerciales.

Los conservadores ven este déficit como el índice de que los norteamericanos están consumiendo más allá de sus medios, y agregan, con un tono moralista, que los norteamericanos no están ahorrando lo suficiente, estos están usando los ahorros externos para financiar la ostentación pecaminosa del consumo desmedido ⁽¹⁾.

Alemania Occidental, Japón, Corea del Sur, y otras naciones, se han beneficiado de esta creciente demanda norteamericana por sus productos. Estos países, sin embargo, no estimulan sus economías internas de manera recíproca. Si lo hicieran, los ingresos resultantes más altos se convertirían en mayores órdenes para bienes norteamericanos, que hubieran ayudado a restablecer el balance entre las importaciones y las exportaciones, que no se logra desde 1982. En vez de esto, estas naciones se han beneficiado de un crecimiento económico inducido exógenamente por las exportaciones, en contraste con los Estados Unidos, donde el crecimiento económico entre 1982 y 1986, se debió principalmente al déficit en el gasto público y a la política de reducción de los impuestos de la administración Reagan.

Como resultado de las políticas expansionistas de la administración Reagan, el gobierno de los Estados Unidos dobló su deuda de 1 trillón * de dólares en 1981 a 2 trillones hacia 1986, mientras que la balanza comercial de Estados Unidos bajó de un superávit de 6 billones de dólares en 1981 a un déficit anual de 148 billones en 1986. Para financiar este enorme déficit, los residentes norteamericanos tuvieron que endeudarse y/o vender sus activos a extranjeros para poder obtener los fondos necesarios para cumplir con las obligaciones resultantes de las importaciones. Los japoneses y los alemanes han estado demasiado felices con este resultado.

1. Las estadísticas no corroboran esta suposición. Entre 1982 y 1986, el consumo norteamericano se incrementó un 17.9%; mientras que la inversión interna lo hizo en un 45.1%.

* 1 billón = 1.000 millones, y 1 trillón = 1.000 billones. (Nota traductor).

En el período de cuatro años entre 1982 y 1986, Estados Unidos pasó de ser el mayor acreedor del mundo a ser el país más endeudado del mundo.

La deuda Latinoamericana. El hecho fundamental al que tiene que hacerse frente es que gran parte de la deuda internacional de los países latinoamericanos es y/o será incobrable. El repago de la deuda no es posible en el futuro previsible —y dada la magia del interés compuesto, incluso el pago de los intereses sobre la deuda existente es incobrable— o ya lo es, como en el caso del Brasil, a menos que créditos adicionales sean provistos por parte de los bancos. Debería ser obvio que los modos convencionales de pensar acerca de la deuda internacional y las recomendaciones resultantes de política para resolver el problema de la deuda han estado equivocados. El análisis convencional, conservador, no ha sido capaz de resolver o incluso de aliviar la situación de deuda internacional. Por el contrario, esta deuda es una bomba de tiempo que podría causar una devastación en el sistema monetario internacional. Hay una necesidad urgente de políticas innovadoras que (a) permanentemente renuevan la amenaza de bancarrota —y las consiguientes ramificaciones en los balances y el sistema bancario de los mayores países acreedores— y (b) que prevengan las recurrencias futuras de estos problemas.

En la Sección I se discute la solución convencional recomendada a todos los países deudores, lo mismo que el por qué estas sugerencias no proveen una solución saludable. En la Sección II se analiza por qué a las naciones con balanza comercial deficitaria se les acusa de "vivir más allá de sus medios". En la Sección III se aplica el test del argumento de "los medios", directamente, a los países menos desarrollados. En la Sección IV se presenta una propuesta que prevenga de las recurrencias futuras de este problema de deuda internacional. Y finalmente en la Sección V se analizan los métodos alternativos que remuevan la amenaza de no pago de la deuda existente.

I. La solución ortodoxa

Es una verdad económica evidente que si una nación está importando más de lo que está exportando, otras naciones están exportando más de lo que están importando. La primera nación está manejando un déficit de pagos internacional mientras que las segundas tienen un superávit. La sabiduría económica convencional conservadora es de que la nación deficitaria está "viviendo más

allá de sus medios” y tiene que tomar acciones drásticas para reducir el gasto en importaciones. La nación deficitaria es, entonces, demandada a “apretarse los cinturones” y a adoptar de alguna manera una política deflacionaria. A las naciones superavitarias no se les demanda hacer algún ajuste sobre su propia iniciativa.

Así, los economistas conservadores le dicen a los Estados Unidos y a las naciones latinoamericanas que tienen que incrementar los impuestos para reducir el gasto en consumo y/o reducir el nivel de los servicios que los gobiernos proveen a sus ciudadanos. Que tal política agrave aún más las tendencias depresivas en estas naciones y creen un desempleo mayor y dificultades económicas no les preocupa a estos economistas. Esta política bárbara de crear pérdidas en el ingreso, desempleo y una pobreza creciente es el “precio **necesario** que tiene que ser pagado” debido a la prodigalidad para vivir de estas naciones!

Si los diseñadores gubernamentales de la política económica encuentran que este apretado cinturón es políticamente inaceptable, entonces una política alternativa (o suplementaria) sería permitir (¿alentar?) una baja en la tasa de cambio, de tal manera que la fuerza “impersonal” del mercado de cambios extranjeros reduciría el nivel de vida de la nación al hacer las importaciones más costosas. ¡Con un ingreso real más bajo, los residentes comprarán menos! Además, nuestro economista ortodoxo felizmente (con una sonrisa en el rostro) dirá que esta baja en el valor de la moneda local hace a las industrias nacionales “más competitivas”, tanto en los mercados de ultramar como en el mercado doméstico. Nuestro experto económico conservador no explica que esta política de promover la caída del dólar (o el peso, o el cruzado, etc., o como sea el caso) exportará, si es exitosa, meramente el desempleo de la nación deficitaria a los trabajadores extranjeros cuyos patrones encontrarán que sus compañías se están volviendo menos competitivas.

Una tercera alternativa, es decir, la introducción de “tarifas protectoras” —tales como aquéllas tomadas por la Administración Reagan contra la industria japonesa de microchips el 17 de abril de 1987— no serán recomendadas por los economistas conservadores debido a que las tarifas “interfieren” con los mercados libres. Sin embargo, las tarifas tienen un efecto similar a la caída recomendada en la tasa de cambio, ya que las tarifas reducirán las importaciones y convierten a las industrias del país deficitario en más “competitivas” en el mercado interno. Las tarifas protectoras meramente exportan el desempleo de la nación deudora hacia las

industrias de la nación superavitaria. El efecto final, tanto de las tarifas como de una tasa de cambio más baja, es el de reducir el nivel de vida en las naciones deficitarias y superavitarias conjuntamente. El nivel de vida de la nación deudora cae debido a que su gente tiene que pagar un precio más alto por los bienes que usa; el nivel de vida de la nación superavitaria disminuye en tanto su desempleo crece debido a que sus exportaciones hacia los países deudores disminuyen.

Siempre que una nación deudora sigue el dogma de los economistas conservadores, la política resultante, en el mejor de los casos, reorientará parte de la demanda que se hace de las naciones acreedoras hacia las industrias de la nación deudora. Desde un punto de vista global, no habrá mejoría en la economía mundial ya que el desempleo y la capacidad ociosa es desplazada de una nación a otra a medida que la tasa de cambio cae. El empleo global caerá y más empresarios fracasarán si una política fiscal o monetaria restrictiva se lleva a cabo para ayudar a la reducción del déficit de pagos.

Además, si la tasa de cambio baja o una política tarifaria es agresivamente instaurada, entonces, como la historia de la Gran Depresión lo ha demostrado, las naciones superavitarias en principio no se resignarán cuando sus industrias pierdan los mercados externos, sino que habrá retaliación con políticas similares en un intento por reexportar el desempleo a otros. Las guerras comerciales, como consecuencia, ¡únicamente pueden empeorar la situación de todas las naciones!

II. ¿Están las naciones deficitarias viviendo más allá de sus medios?

Cuando los economistas ortodoxos declaran que una nación deficitaria está viviendo más allá de sus medios, el test de "medios" que se emplea es el ingreso anual producido por la venta de bienes y servicios a los extranjeros. El empleo de este test específico implica, por definición, que a cualquier momento cuando una nación está soportando un "déficit comercial" ¡tiene que estar viviendo más allá de sus medios!

La falacia en el argumento de "estar viviendo más allá de sus propios medios" descansa sobre la creencia de que los medios de una nación son el **ingreso corriente por exportaciones** que se ha generado. Los "medios" de una nación no son sus ingresos corrien-

tes por exportaciones; más bien, son los ingresos que una nación hubiera generado si hubiera operado a pleno empleo todos sus recursos. Usando este concepto de pleno empleo de los "medios". ¿Es verdad que nosotros encontramos que los Estados Unidos (o incluso muchos de los países menos desarrollados) están viviendo más allá de sus medios?

Tanto en 1985 como en 1986 el déficit comercial de Estados Unidos, fue aproximadamente el 3% del P. N. B. de la nación. En estos mismos años aproximadamente el 7% de la fuerza laboral y el 20% de la capacidad productiva estuvo ociosa. Si los Estados Unidos hubieran puesto esta capacidad ociosa a trabajar, se hubiera podido producir un P. N. B. mayor en 5% al logrado en 1985 y 1986. De esta manera, si los países extranjeros hubieran usado sus superávits obtenidos en las exportaciones para comprar bienes adicionales "Made in U. S. A.", Estados Unidos claramente hubiera obtenido los recursos para suplir la demanda externa adicional. El problema, entonces, no es que Estados Unidos no tuvo los medios (recursos) para generar más ingresos; más bien Estados Unidos no tuvo la oportunidad de generar más ingresos debido a que las naciones, como Alemania y Japón, rehusaron **vivir de acuerdo a sus medios!**

III. ¿Y qué sobre los países menos desarrollados?

Los países menos desarrollados parecen ser particularmente susceptibles a desarrollar déficits comerciales y en consecuencia problemas de pagos internacionales. Existen únicamente dos razones para que cualquier país menos desarrollado, tenga un déficit internacional persistente, ya sea que: (a) los recursos del país menos desarrollado, están plenamente empleados pero los términos de intercambio internacional son desfavorables, o que (b) el país menos desarrollado sufre desempleo porque se carece de una demanda efectiva internacional suficiente para todo lo que el país menos desarrollado, puede producir.

Si el problema es una demanda efectiva internacional insuficiente para los bienes que una nación produce, la solución planteada por Keynes hace ya medio siglo —¡es la de incrementar la demanda para los productos de las industrias de la nación, y no como dicen los economistas conservadores de reducir la demanda. Una solución civilizada para el déficit de pagos de una nación que tiene recursos significativos desempleados, entonces, sería el desarrollar políticas internacionales que promovieran la compra adi-

cional externa para los productos de la nación deficitaria y así tuviera la oportunidad de generar más ingresos!

Únicamente si el país deudor (país menos desarrollado) está funcionando a pleno empleo de sus recursos puede decirse que esta nación está viviendo más allá de sus medios (su ingreso de pleno empleo), y en este caso un manejo restrictivo de la demanda podría ser, de alguna manera, justificable. Pero incluso en este caso, el problema desde una perspectiva global es que esta nación "pobre" de pleno empleo es pobre y no puede generar lo suficiente para comprar todo lo que necesita debido a que el valor de mercado internacional de su producto es demasiado bajo.

Esta nación pobre es análoga a una familia trabajadora pobre dentro de una nación como los Estados Unidos. Una familia que permanece en su pobreza aunque esté trabajando a su capacidad y no puede mantenerse a sí misma sobre el valor de mercado de los servicios de trabajo que ella vende. Pedirle a los trabajadores apretarse el cinturón porque ellos son perceptores de ingresos bajos es simplemente una actitud incivilizada. No tiene ni buen sentido económico ni político solicitar "apretarse los cinturones" tanto a las familias pobres al interior de un país como a las naciones pobres en el concierto internacional.

Aún más, el que las naciones deficitarias se apreten el cinturón no puede estar en el interés mismo de las naciones superavitarias ya que esto significa menos demanda exportable para las industrias de las naciones ricas. Fomentar políticas deflacionarias en los países deficitarios sólo puede desencadenar las fuerzas económicas recesivas globales que hacen daño tanto a las naciones deudoras como a las acreedoras.

IV. Una propuesta modesta para evitar las futuras crisis de la deuda

Si nosotros vamos a crear verdaderamente un sistema internacional civilizado, entonces, tiene que ser reconocido que las naciones superavitarias acreedoras tienen la responsabilidad de tomar la iniciativa para implementar políticas que corrijan los desbalances comerciales.

Si estas naciones activamente idean políticas expansionistas para prevenirse a sí mismas de mantener superávits comerciales crónicos, se eliminarían las fuerzas económicas recesivas globales,

que lo único que lograrían sería perjudicar tanto a las naciones deudoras, como a las acreedoras por igual. Aún más, el superávit de pagos que la nación acreedora puede lograr provee los medios materiales para que sin traumatismos busque ajustes correctivos.

A diferencia de las naciones deudoras, las naciones acreedoras siempre tienen la capacidad para pagar por cualquier ajuste necesario que tenga que llevarse a cabo. Estos últimos pueden siempre hacer más importaciones y/o dar más subvenciones a los países menos desarrollados, para pagar la demanda de importaciones. Justamente, debido a que las naciones acreedoras obtienen grandes ingresos, éstas tienen la responsabilidad global para lograr una prosperidad global permanente.

Cuando las naciones superavitarias acumulan y atesoran reservas internacionales y deudas extranjeras —como los alemanes y los japoneses han estado haciendo en años recientes— esta excesiva demanda por liquidez internacional no sólo deprime la actividad económica global sino que crea un conjunto de obligaciones futuras, de las naciones deudoras, de pagos del principal y los intereses, que lo más probable es que no puedan ser cumplidas, excepto en el más optimista de los escenarios futuros. Si el mejor de los escenarios no funciona, como la situación actual de las naciones latinoamericanas y sus banqueros han demostrado, los requerimientos del servicio de la deuda pueden crear devastación no sólo para los deudores sino también para el sistema bancario de las naciones acreedoras. De aquí, que existe tanto la obligación como la responsabilidad, en su propio interés, de las naciones acreedoras de iniciar los ajustes —dentro de un contexto económico expansionista global, para evitar los persistentes ingresos externos superavitarios. Y si una situación problemática internacional de deuda existe aún, como existe en América Latina en la actualidad, los acreedores tienen a todo costo que evitar el retirar los préstamos o incluso el suspender los créditos futuros.

En una comunidad internacional civilizada, a las naciones acreedoras se les debería exigir el inicio de acciones para reciclar sus superávits comerciales ya sea incrementando sus compras de importaciones (en tanto existen recursos ociosos en las otras naciones) o dando ayuda y subvenciones internacionales como hizo los Estados Unidos durante un cuarto de siglo después de la Segunda Guerra Mundial (a través del Plan Marshall y la ayuda extranjera) para evitar que una crisis internacional de deuda se haga mucho más inminente. Esto permitiría a los países deficitarios obtener ingresos líquidos (sin comprometer en forma exorbitante sus ingre-

sos de exportación en servir la deuda) para comprar los productos de las industrias de las naciones superavitarias; de tal manera que se mantenga la prosperidad de pleno empleo en las naciones superavitarias, mientras se mejore la situación económica de las naciones deficitarias, en general y, en el caso de las subvenciones de los países menos desarrollados, en particular.

En 1943 en la Conferencia de Bretton Woods para planear el sistema monetario internacional de postguerra, Keynes propuso un plan que hubiera exigido, a las naciones con superávits comerciales persistentes, gastar —o liquidar— estos ingresos. El sistema precavido de Keynes no fue adoptado. Si este plan o parte del mismo hubiera sido implementado, la crisis de deuda internacional de los 80 que amenaza la economía del mundo libre nunca hubiera ocurrido.

V. Evitando la moratoria del pago de la deuda existente

Keynes una vez anotó que cuando un hombre le debe 5 libras a su banquero éste es un problema del hombre, pero que cuando este mismo hombre le debe 500 libras éste ya es problema del banquero. Los mayores deudores latinoamericanos en su conjunto son equivalentes al deudor de las 500 libras en la analogía de Keynes. La gran deuda latinoamericana es verdaderamente el problema internacional de los banqueros.

Cuando México suspendió los pagos de su deuda internacional en agosto del 82, muchos banqueros y consejeros financieros fueron sorprendidos ⁽²⁾. Si hubiera sido permitida la continuidad de la suspensión mexicana de los pagos de su deuda, el mundo occidental hubiera sufrido una crisis bancaria en la medida en que los enormes préstamos internacionales sin pagar hubieran sido contabilizados en los balances de los grandes bancos. Medidas de emergencia para refinanciar y reprogramar la deuda fueron institu-

2. Muchos banqueros creyeron que los precios del petróleo continuarían aumentando, quizás alcanzando los 100 dólares por barril hacia el final del siglo (de aquí que se pensara que los préstamos a México estaban bien asegurados con sus grandes reservas petroleras). Esta creencia en una tasa anual de incremento en los precios del petróleo fue racionalizada por los economistas ortodoxos que predecían, utilizando el Modelo de Hotelling para la formación de los precios, bajo asignación óptima de los recursos no-renovables a través del tiempo, que el precio del petróleo continuaría creciendo geométricamente. Cuando los precios alcanzaron su cresta en 1980, los préstamos a México estaban en dificultades.

cionalizadas con la organización y cooperación de la Reserva Federal y otros bancos centrales. Estos acuerdos preservaron el valor neto de los bancos acreedores, convirtiendo una enorme pérdida potencial de capital en un aumento de los ingresos corrientes, mientras se reducía el drenaje de dinero inicial de los deudores. La esperanza —y esto fue sólo una esperanza— era que este truco contable daría el tiempo suficiente a la nación deudora para generar un superávit comercial que crecería lo suficiente (¿como resultado de los inflados valores en dólares?) para permitir al deudor la continuidad en el cumplimiento de las obligaciones de los pagos diferidos de la deuda. Arreglos similares fueron buscados con otros deudores del Tercer Mundo.

Con la disminución de la tasa de inflación global experimentada desde 1982, y el deterioro en los términos de intercambio para los productores de las materias primas, cualquier esperanza razonable de lograr los objetivos con el pago de la deuda del Tercer Mundo debería haber desaparecido. Cuando la próxima recesión golpee a los Estados Unidos, si no antes, todos los deudores latinoamericanos (y otros del Tercer Mundo) encontrarán que sus ingresos en dólares por exportaciones serán insuficientes para servir sus deudas y proveer los medios para el crecimiento económico. Si el problema de la deuda no ha sido remediado para entonces un colapso financiero es muy probable que ocurra.

En el *New York Times* del 5 de septiembre de 1986, la periodista Flora Lewis anotó que los dirigentes del gobierno y de los negocios reconocían que "las cuestiones del comercio, la deuda y la tasa de cambio están interrelacionadas". El mundo está en el curso de una crisis económica, y de acuerdo a la periodista Lewis "nadie desea hablar y ser acusado de haber iniciado el pánico... el juicio más sereno es que la mejor cosa que puede ser hecha ahora es ganar tiempo para los ajustes que eviten el crash". Lewis advierte que "los que toman las decisiones no van a tomar las medidas precisas hasta que sean forzados por la crisis".

En febrero de 1987, la suspensión de pagos brasileña sobre la mitad de sus obligaciones a los bancos más grandes ha dejado al mundo cercano al borde de una crisis financiera. La suspensión brasileña en sí misma, en el corto plazo puede ser absorbida a un costo significativo pero soportable para la comunidad bancaria. La decisión del City Bank de bajar el valor del portafolio de 14 billones, de los préstamos a las naciones en desarrollo en un 20% aproximadamente, como resultado de la suspensión brasileña, seguido de similares acciones de muchos bancos, dio como resultado

para la industria bancaria de Estados Unidos, una pérdida récord ⁽³⁾ superior a los 10 billones en el segundo trimestre de 1987.

Cualquier reducción adicional importante en el valor en libros del portafolio de préstamos internacionales podría poner en peligro el valor neto de los bancos internacionales más importantes. La presión está, por consiguiente, sobre los bancos para que induzcan a los brasileños a reiniciar los pagos de servicio de la deuda, antes que otros deudores, voluntariamente o forzados por los bajos ingresos externos imiten al Brasil. Una suspensión argentina —con una crisis mexicana no muy lejos (especialmente si los precios del petróleo caen o las tasas de interés se elevan)— es ciertamente posible. El sistema bancario internacional no podría soportar una suspensión acumulativa de las deudas de los países latinoamericanos. Una acción positiva, innovadora y vigorosa para detener la posibilidad de una moratoria acumulativa de los países latinoamericanos tiene que ser adoptada inmediatamente.

Tanto los deudores como los acreedores tienen el común interés de resolver el problema de la deuda mientras haya tiempo, y sin la emergencia de un potencial crescendo de fracasos bancarios. Parfraseando a un padre de la patria norteamericana, ¡si las naciones deudoras y los bancos acreedores no se ahorcan juntos, ellos ciertamente se ahorcarán por separado!

Ya que la deuda no puede ser pagada en el futuro próximo, entonces el portafolio de préstamos tiene que darse por perdido. ¿El mundo esperará una crisis de moratoria global antes que disminuir estos activos a su "verdadero" (cercano a cero) valor y en consecuencia ponga en peligro la viabilidad de los bancos y la habilidad de los países para obtener nuevos créditos o para el financiamiento necesario del comercio exterior en aumento? ¿O diseñamos algún esquema amistoso que remueva estos pasivos contractuales de las espaldas de los países deudores mientras se salva a los bancos acreedores (y el valor neto) y se evita colocar a la economía mundial a través del exprimidor de una mayor depresión y disminución del comercio?

3. El peor desempeño previo de la industria bancaria ocurrió durante la gran depresión, cuando para todo 1934, la pérdida fue de 600 millones, equivalente a cerca de 4 billones en dólares de 1987.

¿Por qué no tratamos de esperar?

La primera pregunta que uno se hace es: ¿Por qué no esperar? La crisis puede que no ocurra. Algunos han argumentado (por ejemplo el profesor Martín Feldstein) que el Plan Baker que propende por una forma de financiamiento cuasi-Ponzi, en la que los deudores serán provistos con préstamos adicionales iguales a una proporción significativa de los pagos por intereses, nos dará tiempo para salir del atolladero. Aunque esta propuesta del Plan Baker incrementaría la deuda latinoamericana a través del resto de este siglo, dadas unas proyecciones bien optimistas del crecimiento económico en estas naciones (y sin cambios adversos en los términos de intercambio). La relación deuda/ingresos expresada en dólares caería en todo momento. En consecuencia, si una proporción constante de la tasa de crecimiento del ingreso proyectado es dirigido a servir la deuda, entonces hacia el final del siglo los deudores podrían empezar a amortizarla.

Por ejemplo, en un artículo —junio 27 de 1987— de *The Economist*, el profesor Feldstein proyectó que hacia 1988 el Brasil será capaz de amortizar 0.5% de su deuda acumulada. Este pronóstico "optimista" no está basado en ningún resultado. Esto es el producto del resultado matemático de asumir que el servicio al pago de la deuda crecerá geoméricamente 3.5% anual mientras la necesidad brasileña por créditos externos crecerá aritméticamente en 4 billones por año en el futuro indefinido. Proyecciones esperanzadoras y pensamientos similares están bajo la "solución" adoptada en 1982. Los pasados 5 años no han confirmado las proyecciones (deseos) tempranas de que los deudores serán capaces de incrementar su servicio anual a la deuda, geoméricamente, mientras mantienen sus necesidades financieras, si mucho, creciendo en una progresión aritmética. No hay razón para creer que en 1987 la situación será diferente.

Algunos economistas conservadores podrían argumentar que si la crisis ocurre tal resultado sería deseable. Para aquellos que creen en la filosofía del mercado, de supervivencia del más fuerte, la muerte de algunos bancos es necesariamente un requisito darwinista para promover la eficiencia en la industria bancaria. Los banqueros que hicieron "malos préstamos", serían castigados por la "mano invisible". Los banqueros restantes, si alguno, evitarían tales préstamos en el futuro. Claro está que un colapso financiero significaría la mortalidad de algunas de las instituciones finan-

cieras más importantes cuando su valor neto desaparezca, mientras, que las naciones deudoras no podrán entrar en bancarrota ⁽⁴⁾.

Si ocurre una crisis, sin embargo, ésta será sistémica para la industria bancaria y no episódica para los banqueros individuales que han cometido errores. Una crisis sistémica puede colocar el sistema financiero en su conjunto patas arriba. Cualquier suspensión del pago de la deuda latinoamericana podrá justamente destruir la industria bancaria, de la misma manera como una más temprana crisis biológica liquidó a los dinosaurios de la faz de la tierra dejando solamente pequeños reptiles, sus parientes más cercanos. El hombre pudo sobrevivir e incluso pasarla bien sin la presencia de los dinosaurios. El hombre económico, tal y como lo conocemos, no puede sobrevivir sin una comunidad bancaria internacional viable. No se puede permitir que el sector privado de la banca internacional se derrumbe, meramente para "mejorar la eficiencia". Hacer esto equivaldría a optimizar la posición de las sillas de cubierta en el Titánic cuando éste chocó desafortunadamente contra un iceberg.

Cuando se reconoce que una crisis de la deuda internacional no está en el interés de nadie, la única pregunta es cómo remediar el problema. Dos soluciones básicas se han dado: (1) Cambio de deuda por títulos valores (swap), o (2) perdonar la deuda.

Cambio de deudas por títulos valores

Bajo una acción de cambio de deuda por valores, el banco vendería, en el mercado, cualquier porción de su portafolio de préstamos, al país del Tercer Mundo que desee. Las entidades bancarias que comprenden estas obligaciones de deuda podrán presentarlas al Banco Central del país deudor para recibir moneda nacional (a la tasa de cambio corriente) por un monto igual a la cantidad expresada en la obligación. Este dinero podrá entonces ser utilizado para comprar tanto acciones en el mercado secundario como acciones recién emitidas por el sector privado o por las empresas desnacionalizadas.

4. En el caso de una crisis de moratoria de los deudores, las naciones deudoras pueden encontrar imposible en el corto plazo obtener créditos adicionales. En este sentido sería su mejor interés el preservar sus reservas internacionales en forma tal (oro u otros tipos de activos) que su valor de mercado no sea completamente barrido por el colapso financiero resultante. Por consiguiente, si las naciones deudoras tienen la expectativa de la suspensión del pago de sus deudas, ellas podrán tratar de incrementar sus reservas de oro.

El efecto neto de este cambio de deuda por valores sería que el país deudor nunca tendría que amortizar las obligaciones existentes. Los inversionistas extranjeros, sin embargo, esperarían obtener un flujo continuo de dividendos ⁽⁵⁾. La nación deudora estaría por consiguiente aceptando la obligación de pagar dividendos a perpetuidad en una cantidad igual al valor nominal en dólares de las obligaciones corrientes por los pagos de los intereses.

Este alivio sobre la amortización del capital, sin embargo, podría ser más imaginario que real. Utilizando las proyecciones del profesor Feldstein como ilustración, vemos obviamente que incluso en el mejor de los escenarios posibles, la deuda latinoamericana, lo más probable, es que continúe creciendo hasta el fin de este siglo. De conformidad, ninguna amortización significativa de la deuda externa latinoamericana puede ser esperada en el futuro previsible. La amortización de la deuda externa agregada de los países latinoamericanos es en consecuencia imposible —¡excepto quizás en el largo plazo cuando todos estemos muertos!

En retorno, por el alivio de la imposibilidad de pagar la obligación contractual de amortización, las naciones deudoras en esencia, estarían implícitamente aceptando el drenaje respectivo de ingresos a favor de los inversionistas extranjeros; al menos que las empresas fracasasen en generar ganancias y la administración no descapitalice las empresas a través de la repatriación de fondos, aunque las ganancias no puedan sostener tales transferencias.

Las naciones deudoras reconocen que, lo que sigue después de un cambio de deuda por valores de cualquier magnitud, es la imposibilidad de obtener futuros créditos internacionales bajo condiciones crediticias razonables. Ningún banquero prudente haría préstamos comerciales razonables a un deudor que fue incapaz de repagar un préstamo anterior y forzó al banquero (directa y/o indirectamente) a tomar la posesión de un título valor en lugar del repago de la deuda. Una vez quemado por este deudor internacional, el banquero prudente, si puede sobrevivir la pérdida del valor neto, no haría préstamos adicionales a menos que haya garantías significativas de su gobierno y el Banco Central. En este sentido el cambio de deuda por títulos valores no debe ser una alternativa muy atractiva para la nación deudora frente a la situación actual,

5. Si la corriente de dividendos no es perpetua, entonces los inversionistas extranjeros desearán que la nación deudora pague una compensación completa en algún momento futuro para readquirir la posición inicial sobre el título de deuda.

donde, debido a que la magnitud de la deuda es el problema del banquero, las naciones deudoras encontrarán que pueden negociar más créditos (aunque el servicio a la deuda sea financiado a lo Ponzi)* meramente bajo la promesa de pagar en un distante futuro.

Tampoco los banqueros se beneficiarían bajo el esquema de cambios de deuda por títulos valores. Los banqueros tendrían que aceptar una pérdida de capital, basado en la cotización de la deuda en el mercado secundario, el intercambio de liquidez por un préstamo que de otro modo sería una obligación improductiva. La severidad del impacto, debido a la pérdida resultante del banco sobre el valor neto, dependería de la manera en que el mercado secundario descuenta la deuda ⁽⁶⁾.

Para evitar que el asentamiento contable de esta pérdida ponga en peligro el valor neto, el City Bank y algunos otros bancos grandes desean un cambio de deuda por títulos valores en el caso de que los mismos bancos **compraren** y **retuvieran**, por algún tiempo las inversiones en estos títulos valores para sus propios portafolios. Esto permitiría a los banqueros intercambiar (al valor nominal) préstamos improductivos por títulos valores (al menos inicialmente) con un mismo valor en dólares. Por consiguiente, los banqueros podrían, en principio, evitar la contabilización de la pérdida de capital (o al menos posponerla por un tiempo significativo). Esperanzadoramente, los banqueros podrían vender estos títulos valores en un futuro distante a una pérdida menor a la que obtendrían en el mercado secundario de la deuda latinoamericana al descuento corriente.

En resumen, entonces, el típico cambio de deudas por valores reconocería la posición debilitada del valor neto de los banqueros sin que ofrezca ningún beneficio real a las naciones deudoras frente a la situación corriente. La variante del City Bank, donde el banco directamente intercambia la deuda por títulos valores para retenerlos, meramente evita el reconocimiento contable actual (hasta alguna fecha en el indefinido futuro) de la pérdida de capital debida a la moratoria del deudor.

Los banqueros preferirían la pérdida más pequeña, pero presente, para restaurar su liquidez a través del cambio de deuda por

* Lenguaje de Hyman Minsky. Se refiere a una forma especulativa de financiamiento. Ponzi, apellido de un especulador bostoniano.

6. De acuerdo al The Economist del 8 de julio de 1987, el mercado secundario descontaba el valor nominal de la deuda de la siguiente manera: Brasil 58%, Argentina 48%, México 53%, Venezuela 68%, Chile 67%, Bolivia 10%, Perú 10%, Ecuador 42 y Colombia 82%.

títulos valores comparado con la pérdida potencialmente catastrófica de una crisis financiera. De aquí que ellos estarían dispuestos a negociar un cambio de deuda por valores. Aún más, con la variante del City Bank, los banqueros pueden evitar cualquier pérdida de capital en sus estados financieros aunque permanezcan "encerrados" en grandes inversiones de títulos valores de poca liquidez. En conclusión, un cambio de deuda por valores es preferible a una crisis masiva de moratorias por parte de los deudores. Más aún, esto forzará a los banqueros a escoger entre aceptar una pérdida de mercado en su portafolio de préstamos en canje por la restauración de la liquidez o evitar la contabilidad de la pérdida de mercado reteniendo valores ilíquidos en vez de préstamos improductivos.

Las naciones deudoras, en esencia, no ganan nada en un arreglo de intercambio de deuda por valores ya que de todas maneras se tendrán que amortizar las obligaciones de deuda existentes en un futuro previsible. Con un arreglo de este tipo las naciones deudoras implícitamente están aceptando un flujo perpetuo de ingresos hacia los inversionistas extranjeros.

Para la comunidad comercial global cualquier medida que no restaure la liquidez completa de los bancos internacionales y que simultáneamente alivie el peso de la repatriación perpetua de ingresos sobre las espaldas de América Latina va a detener la expansión económica global y la prosperidad. Así, en mi concepto, el cambio de deuda por valores está lejos de ser el más deseable remedio permanente para solucionar el problema de la deuda existente, especialmente cuando se compara con una política de condonación de la deuda.

El perdón de la deuda

La contabilidad de doble entrada es la manera como se registran los resultados en el juego de la "economía". Desafortunadamente, las reglas para contabilizar los resultados pueden adversamente afectar la manera como se lleva a cabo el juego. Y en ninguna otra parte es más obvio esto, que en el problema de cómo se puede desembarazar a los banqueros internacionales de registrar tales enormes pérdidas de capital en sus estados financieros que los hagan salir del juego. Por esta razón es necesario para la economía de empresa en la que vivimos, que la producción de bienes económicos y el comercio internacional requieran de un sistema bancario internacional viable y vigoroso que sea capaz de proveer

(cuentas reales) tan rápido como los empresarios pueden incrementar la producción y el comercio globales.

Bajo las prácticas contables convencionales, la deuda internacional existente no permitirá ni la existencia de un sistema bancario internacional vigoroso ni que los países deudores muestren un marcado mejoramiento económico. No vale la pena repasar la historia para ver a quienes hay que reprocharles la ocurrencia de esta situación y "castigarles". El propósito de la política económica debe ser remediar la situación de la manera más constructiva posible, y no fijar y atribuir reproches.

Lo que se requiere es alguna forma de contabilidad creativa que levante el yugo de los préstamos internacionales, inevitablemente incobrables, de los cuellos de los banqueros, y que simultáneamente reduzca las obligaciones de los países menos desarrollados, hasta lo que permita los ingresos generados por las exportaciones. Una parte significativa de los ingresos externos, generados por los países deudores latinoamericanos tiene que liberarse para la compra de importaciones suficientes para sostener una tasa de crecimiento económico que exceda la tasa de crecimiento demográfico.

La condonación de la deuda es la solución obvia ⁽⁷⁾. Esto permite a los países deudores usar más intensamente sus ingresos de exportaciones para incrementar el crecimiento económico y elevar el nivel de consumo de sus pueblos. Desafortunadamente los banqueros están legalmente incapacitados para otorgar tal condonación, ya que esto podría poner en peligro el valor neto de sus empresas y por lo tanto hacer que los administradores sean legalmente responsables de los daños resultantes en los intereses de los accionistas. Por consiguiente, no importa qué tan obvia sea, para los banqueros, la situación intolerable e inevitable de la condonación de la deuda, ellos no pueden admitirlo públicamente. Consecuentemente, la responsabilidad cae en los más grandes bancos centrales para que otorguen la previsión, el liderazgo y las prácticas contables creativas que rápidamente resuelvan el problema sin ningún costo real para la economía en su conjunto.

7. El mayor argumento contra el perdón de la deuda es que esto meramente entusiasmará a los gobiernos "libertinos" para de nuevo acumular grandes deudas que podrían no ser pagadas, y así recreando el problema. Sin embargo, si la propuesta sugerida en la sección IV anterior es adoptada, tal acumulación de deudas sería mucho más difícil sino imposible.

La modesta propuesta para remediar la situación sin ningún costo real para la economía global es para que los banqueros centrales, en cooperación con los líderes del gobierno de los diferentes países que voluntariamente acepten que una porción significativa de su portafolio de préstamos internacionales, sean intercambiados por stock en el Banco Central. Esto aliviaría a los banqueros de cualquier amenaza de pérdida de capital al mismo tiempo que se les otorgan activos rentables. El Banco Central a su vez vendería estas obligaciones de deuda, recibida de los bancos de crédito, a su propio gobierno en intercambio por bonos gubernamentales⁽⁸⁾. El gobierno a su vez negociaría un porcentaje de condonación con cada país deudor.

En esencia esta propuesta pondría a las naciones desarrolladas, de manera mancomunada, en la implementación de una especie de Plan Marshall, en donde las subvenciones (condonación) de los gobiernos son utilizadas para retirar una porción de las deudas externas de los países deudores, liberando así estos ingresos para propósitos más productivos que el servicio a la deuda. Uno desearía, en línea con el argumento expresado más atrás, que estas naciones que han amasado grandes reservas internacionales, como resultado de superávits en la cuenta corriente, en años recientes, sean especialmente generosas en sus tasas de condonación.

Qué cantidad de deuda internacional los bancos centrales deberían comprar voluntariamente a los bancos internacionales (y qué penalización si debe haber alguna) y qué tasa de condonación para cada país se debería tratar de negociar, están más allá del horizonte de este ensayo. Lo que requeriría es una especie de conferencia de países acreedores y deudores —lejos de los medios de comunicación (al igual que en Bretton Woods)— donde estos asuntos podrían ser decididos y negociados en el espíritu de lograr un remedio global cooperativo para lo que de otra forma podría ser la peor crisis financiera del siglo XX.

8. Este esquema tiene ventajas comparado con el caso donde los gobiernos directamente compran los préstamos que no están siendo pagados mediante la entrega de bonos del gobierno a los bancos. En este último caso: (a) los bancos podrían vender los bonos, elevando así las tasas de interés o forzando a la banca central a "monetizar" la deuda extranjera, y (b) los pagos de intereses por parte de los gobiernos sobre estos bonos son una carga adicional para los contribuyentes. Bajo nuestra propuesta: (a) es imposible, mientras que los intereses de (b) son apropiados por el Banco Central, que como en el caso de la Reserva Federal serían ingresos "excesivos" y entonces retornarían directamente a la cuenta del Tesoro, evitando así cualquiera carga significativa sobre los contribuyentes.