

# Revista de la CEPAL

*Secretario Ejecutivo de la CEPAL*  
Norberto González

*Secretario Ejecutivo Adjunto de  
Desarrollo Económico y Social*  
Gert Rosenthal

*Secretario Ejecutivo Adjunto de  
Cooperación y Servicios de Apoyo*  
Robert T. Brown



NACIONES UNIDAS  
COMISION ECONOMICA PARA AMERICA LATINA Y EL CARIBE

SANTIAGO DE CHILE, AGOSTO 1987

**SUMARIO**

Introducción deuda interna, deuda externa y transformación económica. <i>Carlos Massad.</i>	7
Otro ángulo de la crisis latinoamericana: la deuda interna. <i>Carlos Massad y Roberto Zahler.</i>	11
El endeudamiento privado interno en Colombia, 1970-1985. <i>Mauricio Carrizosa y Antonio Urdinola.</i>	27
Deuda interna y ajuste financiero en el Perú. <i>Richard Webb.</i>	55
América Latina: reestructuración económica ante el problema de la deuda externa y de las transferencias al exterior. <i>Robert Devlin.</i>	75
La conversión de la deuda externa vista desde América Latina. <i>Eugenio Labera.</i>	105
La deuda externa en Centroamérica. <i>Rómulo Caballeros.</i>	127
Restricción externa y ajuste. Opciones y políticas en América Latina. <i>Nicolás Eyzaguirre y Mario Valdivia.</i>	155
Revisión de los enfoques teóricos sobre ajuste externo y su relevancia para América Latina. <i>Patricio Meller.</i>	177
Lista de publicaciones de la CEPAL.	

## Introducción: Deuda interna, deuda externa y transformación económica

Los temas de la deuda interna, la deuda externa, y el proceso de ajuste y transformación económica tienen características especiales que los hacen distintos unos de otros. Pero también muestran relaciones recíprocas importantes, a menudo ignoradas, que es necesario examinar con cuidado. Este número de la *Revista de la CEPAL* trata los tres temas señalados, haciendo hincapié en esas relaciones entre ellos.

La experiencia latinoamericana de los últimos quince años ha puesto en evidencia los riesgos de un proceso acelerado de desregulación financiera. En efecto, en los casos en que dicha desregulación se produjo con rapidez (Chile, Argentina y Uruguay), se registraron tasas de interés reales internas en el sistema financiero que excedieron largamente cualquier cifra razonable.

Previamente al proceso de desregulación, las tasas de interés en los sistemas financieros internos eran bajas y aun negativas en términos reales. Con ello se estimulaba, entre otras cosas, una composición tal del pasivo de las empresas, que la deuda con el sistema financiero resultaba ser un componente extremadamente elevado. Por su parte el capital, otro componente importante del pasivo de las empresas, representaba en general una proporción relativamente baja de él. Ciertas políticas fiscales contribuían a acentuar este fenómeno, al permitir que se descontara el pago de intereses en calidad de costo, lo que reducía las utilidades y por lo tanto la tributación sobre éstas, y al no permitir similar descuento de los dividendos pagados a los accionistas y otros poseedores del capital.

Mientras las tasas de interés se mantuvieron muy bajas o negativas en términos reales, esta situación fue sostenible. Pero al comenzar el sistema financiero a registrar tasas de interés elevadas, la deuda existente exigió pagos de intereses incompatibles con los ingresos normales de las empresas. Estas se vieron entonces forzadas, primero, a refinanciar sus pagos de intereses y aun de capital al sistema financiero, y luego a paralizarlos, con lo que la cartera de colocaciones de las instituciones financieras apareció como más riesgosa o incobrable.

Al decaer al mismo tiempo el nivel de actividad económica, las empresas se vieron afectadas tanto por la vía de los costos como por la vía de los ingresos, y se encontraron forzadas a transmitir el problema al sistema financiero.

Este proceso no fue sincrónico en todas las empresas o en todos los sectores de la economía, pero a medida que transcurrió el tiempo su generalización se hizo evidente. Por esta razón, no todas las instituciones del sistema financiero percibieron el problema de la misma manera al mismo tiempo, aunque tarde o temprano todo el sistema se vio afectado: el nivel de la deuda a las tasas más altas se hizo insostenible, y la acción del Estado en apoyo del sistema financiero fue inevitable.

Los tres primeros artículos que se presentan en este número, elaborados dentro del marco del Proyecto Conjunto PNUD/CEPAL "Implicaciones para América Latina del Sistema Monetario y Financiero Internacional", tratan el tema de la deuda interna desde un punto de vista general, y desde el ángulo de dos casos concretos: Colombia y Perú. Estos dos países presentan situaciones especialmente interesantes de analizar, ya que se apartan en general de los casos más conocidos en la región latinoamericana.

Colombia mantuvo durante largo tiempo políticas económicas estables, que no cambiaron bruscamente ni el grado de control ni el de apertura del sistema financiero. Las políticas estables contribuyeron a limitar la magnitud del problema y a evitar las dificultades financieras generalizadas que se registraron en los países del Cono Sur. En el Perú, las empresas lograron transferir al resto de la economía una parte sustancial de sus dificultades financieras; con ello, el problema se reflejó en una caída muy fuerte de las remuneraciones reales y de los ingresos fiscales, más que en bajas de la producción y aumentos del desempleo.

Los riesgos de una desregulación financiera brusca quedaron particularmente de manifiesto cuando se combinó ésta con una apertura financiera también acelerada. Mientras la desregulación coincidió con altas tasas de interés internas, la apertura generó la posibilidad de evitarlas, al menos parcialmente, por la vía de endeudarse en el exterior, ya que prevalecían en los mercados financieros internacionales tasas de interés

moderadas, y en ciertos casos negativas, en las monedas de sus países de origen. Así, la composición de los pasivos de gobiernos, empresas y personas comenzó a exhibir una participación creciente en el endeudamiento directo o indirecto con el exterior. Estimuló este proceso la rápida expansión de los mercados financieros internacionales. Cuando vino el período de las vacas flacas, es decir, cuando se paralizó el crecimiento de la economía mundial, se elevaron las tasas de interés en los mercados internacionales y se deterioró la relación de precios del intercambio, se hizo imposible para la región continuar sirviendo normalmente la deuda externa.

Frente a la deuda externa no bastó en los países deudores el apoyo del gobierno a sus empresas y personas. Ese apoyo podría haber sido suficiente si la responsabilidad del endeudamiento externo no hubiese recaído finalmente, por razones contractuales o de presión internacional, sobre los propios gobiernos de los países deudores. Al aceptar éstos una responsabilidad respecto de la deuda exterior, se encontraron también ante la necesidad de frenar las economías nacionales, agravando así el problema de la deuda interna. A la paralización de los flujos de financiamiento externo siguieron diversas rondas de renegociación que persiguieron simplemente aplazar el problema.

Tres artículos en este número de la *Revista* se refieren a la deuda externa. El primero de ellos, preparado en la División de Desarrollo Económico de la CEPAL, toca el importante tema de la transformación económica frente a las limitaciones que impone la transferencia de recursos al exterior generada por la deuda. El segundo artículo de este grupo, revisado y actualizado especialmente para esta publicación a partir de un trabajo elaborado para el Sistema Económico Latinoamericano (SELA), analiza la posibilidad de convertir la deuda externa en capital y llama la atención acerca de las dificultades y problemas que presenta dicha conversión. El tercero de los artículos de este grupo, preparado en la Oficina de la CEPAL en México, analiza el endeudamiento externo de los países centroamericanos, menos estudiado tal vez porque los niveles absolutos de deuda en dichos países no parecen altos, si bien en algunos de ellos se registran las cifras más elevadas de deuda externa en relación con el producto o la población.

Tanto frente a una situación de deuda interna insostenible como a una de deuda externa que no es posible servir regularmente, los países deudores se ven ante la necesidad de adoptar políticas de ajuste y de transformación económicas que les permitan superar la situación. En el caso de la deuda interna, el sistema financiero y los deudores deben mejorar la composición de sus pasivos, incrementando el capital en relación con la deuda; es necesario además hacer más eficiente la asignación de los recursos y estimular el ahorro para garantizar un proceso acelerado de acumulación de capital. En el caso de la deuda externa, además de generar los recursos necesarios para pagar es preciso transformarlos en divisas aceptables para los acreedores; debe hacerse hincapié entonces en la producción de bienes y servicios comerciables internacionalmente, lo que a menudo exige efectuar cambios en la estructura productiva y no sólo en los incentivos marginales.

¿Cómo realizar estos ajustes y esta transformación? Es una pregunta que ha venido planteándose con insistencia en los últimos años. Los métodos tradicionales estaban concebidos principalmente para tratar casos aislados, de modo que al aplicarlos de manera generalizada adquieren un claro sesgo recesivo que es necesario corregir.

Los últimos dos artículos en este número de la *Revista*, elaborados en virtud del Proyecto "Políticas macroeconómicas y el proceso de ajuste en América Latina" que lleva a cabo la CEPAL con la colaboración de los Países Bajos, tratan el tema del ajuste. El primero de ellos lo hace a partir de las experiencias latinoamericanas, poniendo de relieve tanto las rigideces internas de las economías como la necesidad de examinar el problema del ajuste desde una perspectiva global. El segundo y último artículo mira el problema desde una perspectiva opuesta, ya que parte de los enfoques teóricos disponibles y los enfrenta a las condiciones latinoamericanas con el propósito de determinar si son aplicables en este marco.

Este conjunto de trabajos, por lo tanto, examina tres temas relacionados entre sí: la deuda interna, la deuda externa y el proceso de ajuste y transformación. Dos enseñanzas fundamentales se desprenden de estos trabajos. La primera es que las políticas estables son más importantes que las políticas ideales que pretendan imponer hasta el extremo ciertos paradigmas de moda. La estabilidad de las políticas está vinculada no sólo a su calidad intrínseca, sino también al apoyo político que logren suscitar; para que éste sea suficientemente amplio, las políticas tendrán que garantizar una justa participación en los costos y en los

beneficios a todos los grupos de la población, así como a través de las fronteras. La segunda es que las políticas no pueden analizarse como si cada una de ellas persiguiese un objetivo aislado de los que buscan las demás. Una política de elevadas tasas de interés que persiga incrementar el ahorro y reducir el déficit externo puede verse derrotada por sus efectos nocivos sobre el sistema financiero en su conjunto. Una política cambiaria concebida para detener la inflación puede acumular desequilibrios sobre el sector externo que hagan explotar a éste con mayor virulencia. Una política de ajuste ideada para reducir el déficit externo de un país pequeño puede resultar contraproducente si muchos otros la aplican al mismo tiempo; o puede resultar completamente inútil si las políticas de los países mayores no le dejan suficiente campo de maniobra. El conjunto de las políticas económicas, por lo tanto, tiene que ser examinado cuidadosamente tanto si se trata de un país aislado, como si se trata de la comunidad internacional como un todo.

Carlos Massad