

Diversificación de la deuda por divisas y tasas de interés

Luis Catán Porteny

Los círculos financieros, económicos y académicos internacionales han prestado escasa atención a la interrogante de cuáles deben ser las políticas más adecuadas de los países en desarrollo respecto a la composición de su deuda externa por monedas y tasas de interés.

Esta omisión se podría haber justificado —o al menos comprendido— durante los setenta, cuando se comenzaron a usar los tipos de cambio flotantes, y la deuda externa total de los países en desarrollo era menor en términos absolutos y relativos. En esos años además la mayoría de los financiamientos bancarios internacionales se obtenía —sin opción alguna— a tasas flotantes de interés (generalmente sobre la *Libor*, y sobre todo de fuentes comerciales bancarias), se denominaban en dólares estadounidenses y por consiguiente era imposible vislumbrar con claridad las implicaciones de distintas políticas al respecto.

En la década actual no hay excusa para tal omisión. La creciente integración de los mercados financieros y de capital internacionales y sus recientes innovaciones permiten aplicar políticas activas de ingeniería financiera en la estructura por monedas y tasas de interés de la deuda externa. Estos dos elementos afectan la estabilidad del servicio de la deuda, en especial de la contratada con fuentes privadas. Los intereses externos representan una parte importante de las cuentas internacionales de algunos

países y a veces su pago es similar y hasta superior al valor de sus importaciones. Dichas erogaciones escapan del control financiero de los países deudores y más bien dependen de las fluctuaciones a corto plazo de las tasas internacionales de interés. Estas fluctuaciones tienen tal importancia en los presupuestos gubernamentales y en el sector externo, que hacen necesario revisar y adaptar continuamente los planes macroeconómicos y de endeudamiento externo de los deudores.

Esta situación no es aceptable ni aconsejable para los países en desarrollo, deudores importantes de los mercados privados internacionales. Aunque la estructura de la deuda externa por divisas y tasas de interés es resultado de las limitantes del mercado internacional de la década pasada, actualmente es necesario emprender y dar seguimiento a las políticas que se consideren más adecuadas al respecto: no hacer algo para cambiar la estructura actual significa, de hecho, tomar una decisión con todas sus implicaciones macroeconómicas y financieras.

No obstante la importancia del tema, sorprende observar que los organismos internacionales, las instituciones financieras privadas, el FMI y los deudores no hayan desarrollado un análisis coherente y racional sobre la materia. Este trabajo intenta analizar algunas bases conceptuales y factuales para establecer políticas adecuadas.

Diversificación de la deuda externa por monedas

Movimientos de divisas en la década de los setenta

Las presiones acumuladas desde el inicio de los setenta contra el sistema tradicional de paridades fijas culminaron en el colapso del sistema monetario de Bretton Woods y el advenimiento de paridades flotantes a partir del Acuerdo Smithsoniano de diciembre de 1971.

Durante los setenta, bajo el régimen de paridades fluctuantes, hubo significativos movimientos revaloratorios y devaloratorios de diversas monedas con respecto al dólar estadounidense. Las principales monedas "duras", es decir, el franco suizo, el marco alemán y el yen, se revaloraron. Hacia fines de la década el franco suizo se había revaluado 138% en términos de dólares.

Diversos analistas sostenían que, en principio, la tendencia revaloratoria de una moneda como el franco o el marco se compensaría con el interés más bajo de esa moneda con relación al dólar y que a "largo plazo" (¿cuán largo?, preguntaríamos) tomando en cuenta esos diferenciales en las tasas de interés serían equivalentes los costos entre préstamos denominados en una u otra moneda. Sin embargo, los movimientos fueron erráticos y no se observó una correlación entre los diferenciales de las tasas de interés y los porcentajes de revaluación o devaluación.

Las continuas variaciones en los tipos de cambio de las monedas internacionales más usadas en el comercio y el financiamiento internacional dieron lugar a que las grandes empresas de los países desarrollados elaboraran estrategias para eliminar, o al menos minimizar, los riesgos cambiarios. Esto conviene a las transnacionales, pues las ganancias o pérdidas en divisas distintas de la moneda en que realizan la mayor parte de sus operaciones se refleja en su estado de resultados y en su balance general, lo cual afecta los resultados operativos y el capital contable.

Ante esta situación, dichas empresas optaron por aplicar la estrategia conocida como *hedging*, la cual consiste en convertir su balance y sus ingresos y egresos en monedas extranjeras a la moneda en que realizan la mayor parte de sus operaciones. Es decir, en el caso de una empresa que opera principalmente en francos suizos y elabora su balance general en esa divisa, convertiría a ella todos sus activos, pasivos, ingresos o egresos para eliminar el riesgo cambiario. Esta estrategia se aplicaba mediante el creciente mercado de cambios a futuro para las monedas de los países desarrollados y podía utilizarse para la cobertura tanto de transacciones comerciales como de financiamiento.

El punto clave de esta estrategia es que las corporaciones transnacionales efectúan la cobertura de divisas en términos de su propia y principal moneda de operación y de expresión en su balance general.

El concepto de *hedging* de las transnacionales se trasladó sin cuestionamiento alguno a los países en desarrollo deudores: puesto que casi todo el comercio internacional se efectúa en dólares, la lógica superficial del *hedging* dictaba que, por lo tanto, gran parte de la deuda externa de esos países se debería documentar

en esa moneda para no incurrir en riesgos cambiarios. Es decir, la composición porcentual de la deuda externa por monedas y la de las exportaciones por divisas debían ser equivalentes. De acuerdo con esta lógica, una política financiera sensata y prudente mantiene dicha "equivalencia".

La mayoría de los países latinoamericanos con alta proporción de deuda proveniente de bancos privados del exterior prácticamente facturaban en dólares todas sus exportaciones. Por lo tanto, se concluyó que gran parte de la deuda externa debería —por políticas "conservadoras"— denominarse en tal moneda. Esta tendencia se reforzó en los setenta, pues ya para entonces la mayoría de los mecanismos e instrumentos financieros internacionales para los países en desarrollo, en particular los bancarios, se basaban en el dólar y en las tasas flotantes de interés. Se debe reconocer que aún existía la posibilidad marginal de obtener algunos recursos mediante la emisión de bonos y algunos créditos en monedas duras (franco suizo, marco y yen). Sin embargo, los países que acudieron a esos mercados iniciaron a finales de los setenta una política de prepago para convertirlos a dólares, dada la continua revaluación de esas monedas duras y la estimación preliminar de que esos financiamientos habían sido excesivamente caros.

Todos esos factores determinaron que a fines de los setenta una elevada proporción de la deuda externa, en especial la bancaria, se hubiera contratado en dólares (excepto algunos financiamientos bilaterales y multilaterales oficiales) y a tasas flotantes (*Libor o prime*).

Como consecuencia del gran endeudamiento externo de los países latinoamericanos, a principios de los ochenta el pago de intereses se convirtió en un renglón muy importante de la cuenta corriente, pues en algunos de ellos su monto fue mayor, en ciertos años, que las importaciones. Por lo tanto, un elemento clave en esa cuenta escapó del control de las autoridades nacionales y dependió de manera completa de las tasas de interés estadounidenses.

Los resultados de esta dependencia han sido, desafortunadamente, adversos. Las tasas de interés en Estados Unidos han tenido una gran volatilidad en diversos períodos (1973-1975); lo cual ha afectado la captación de recursos externos y la cuenta corriente de esos países, con importantes efectos secundarios negativos en toda la economía (fugas de capitales, incertidumbre financiera, etc.). Asimismo, cabe señalar que la deuda externa contratada a tasas flotantes es estructuralmente pro cíclica. Ello obedece a que los países latinoamericanos son exportadores de productos primarios.

Generalmente las altas tasas de interés coinciden con una etapa recesiva de la economía mundial y una baja en la demanda y el precio de las materias primas. Por lo tanto, los ingresos por exportaciones se reducen al mismo tiempo que se elevan los egresos por intereses. En consecuencia, es necesario disminuir esta estructura pro cíclica en la cuenta corriente a través de la estabilización de la carga financiera de los pasivos externos.

En este trabajo se considera que el *hedging*, como lo conciben las empresas transnacionales, no debe aplicarse a los países deudores por las siguientes razones:

■ El efecto de las fluctuaciones de los tipos de cambio en el saldo de la deuda externa no se registra ni en la cuenta corriente ni en la de capital del país deudor, ya que ambas sólo muestran

los movimientos de efectivo. Los saldos de la deuda externa no se registran en la balanza de pagos. En el caso de las empresas, las pérdidas o ganancias cambiarias en el saldo de su deuda afectan sus cuentas de resultados y su balance general.

■ En el caso de varios países en desarrollo que son deudores importantes, el saldo de la deuda externa —aun descontando las reservas internacionales— es un múltiplo de las exportaciones anuales, alrededor de 300% en el caso de países latinoamericanos; por lo tanto, no puede surgir, ni en principio, una correspondencia entre un concepto y otro, ya que existe un severo exceso de deuda en relación con las exportaciones. Más aún, no puede existir conceptualmente un balance entre un "saldo" (la deuda) y un "flujo" (las exportaciones), por sus diferencias intrínsecas. El concepto de composición similar por divisa sólo podría aplicarse a la deuda externa y a las reservas internacionales, siempre y cuando ambos saldos registraran montos similares.

■ La crítica central al *hedging* se puede presentar de la siguiente manera. Presupone erróneamente que en caso de los países en desarrollo, los ingresos por exportaciones se compensan con los egresos por importaciones (en ambos casos principalmente en dólares estadounidenses). Sin embargo, durante la mayor parte de la posguerra las erogaciones por compras fueron mayores que las percepciones por ventas externas. Es decir, hubo déficit comercial, que se financió mediante endeudamiento. Pero aun suponiendo el equilibrio de la balanza comercial, existe implícitamente una cobertura de divisas en forma de *hedging* ya que los flujos de ingresos y egresos se contrarrestan. Por lo tanto, el saldo de la deuda externa es ajeno a los dos flujos y no tiene contrapartida de cobertura contra ninguna moneda externa, ni nacional, como sería el caso de las transnacionales que efectúan las coberturas contra su principal moneda de operación y contabilización.

Desde la perspectiva de un saldo de deuda externa sin contrapartida alguna, el verdadero riesgo cambiario para el país en desarrollo reside precisamente en "concentrarse" en una moneda externa en particular, ya que se ignora el movimiento futuro de los tipos de cambio y de las tasas de interés entre las distintas monedas. Concentrarse, por ejemplo, en el dólar tiene un costo (o un beneficio) implícito de oportunidad que podría obtenerse contratando créditos en otras monedas. Si el dólar se revalúa entre otras divisas, se genera un costo que se refleja en el saldo de la deuda externa y en el pago de los intereses, los cuales serían superiores a los que se hubieran tenido de haberse contratado el financiamiento en otras monedas. Estadísticamente este hecho queda oculto porque la deuda internacional se mide y se registra en dólares. Este hecho saldría a la luz si la información se elaborara y proporcionara en otra u otras divisas.

Denominar la deuda externa en una sola moneda (principalmente el dólar) ha tenido como efecto no sólo concentrar el riesgo cambiario implícito, sino que también ha provocado que el comportamiento de la cuenta corriente del país deudor tenga una alta dependencia de las tasas de interés en esa moneda.

Dada la incertidumbre respecto a la futura evolución de los tipos de cambio y de sus respectivas tasas de interés, se puede concluir que la política más sensata y prudente sería buscar la máxima diversificación por monedas. Esto se opone totalmente a lo que se ha propuesto y recomendado, sin la debida meditación, a los países deudores en desarrollo.

Costo del financiamiento en monedas "duras" con relación al dólar

Se han esgrimido diversas objeciones a la diversificación de la deuda con otras monedas. El argumento principal se basa en que durante los setenta la "pérdida" por la revaluación de esas monedas "duras" fue mucho mayor que el ahorro en el diferencial de intereses con relación al dólar:

El franco suizo, por ejemplo, se revaluó 100% respecto al dólar (en términos de este último) de enero de 1972 a enero de 1981. El diferencial acumulado en intereses a favor de esa moneda con relación al dólar ascendió a 40.45% (el total de intereses en francos suizos fue de 36.55% y el total en dólares fue de 77% durante el período en cuestión). Bajo esa perspectiva, en apariencia haber contratado financiamiento en francos suizos hubiera provocado una pérdida neta de 60%, cifra que se obtiene de comparar el porcentaje de revaluación (100) y el ahorro acumulado en intereses (40.45%). En el caso del marco alemán, al hacer la misma comparación la pérdida neta sería de 26% durante el mismo período. Sin embargo, estos cálculos estadísticos simples no reflejan los costos reales del financiamiento, ya que no toman en cuenta el verdadero flujo de efectivo y su valor descontado. Para tal efecto, se construyó un flujo de efectivo que incluye los intereses y la amortización para el dólar y otras monedas (el franco suizo, el marco alemán y la libra esterlina), basado en las cotizaciones de la *Libor* a seis meses durante diversos períodos simulados de financiamiento; se realizó la conversión posterior de todos los flujos en otras monedas a dólares a los tipos de cambio aplicables en cada momento de pago, y se descontó los flujos de efectivo resultantes para obtener su respectiva tasa interna de retorno, expresada en dólares. El resultado se puede observar, en resumen, en el cuadro 1. Los datos históricos son interesantes. Como se podrá notar, la tasa de interés anual implícita de un financiamiento en dólares de enero de 1972 a enero de 1981 asciende a 8.33%, mientras que para francos suizos a 12.77%, en marcos alemanes a 11.03%, y en libras esterlinas a 9.56%. Se puede observar que en el caso particular de francos suizos, la tasa anual es mayor en aproximadamente 4.5% en relación con la del dólar para el período de referencia, lo cual no se estima excesivo si se considera especialmente que esa moneda fue la que más se revaluó con respecto al dólar, que ese período (1972-1981) abarca su más amplia revaluación y que la tasa implícita incluye la amortización total del capital en el pico de revaluación de esa moneda, cuando en la práctica de endeudamiento ese financiamiento se hubiera amortizado gradualmente o refinanciado (recontratado) nuevamente en esa moneda.

Pero más aún, si se tomara en cuenta que los prestatarios, países tradicionalmente deficitarios en su balanza comercial y en todo caso en su cuenta corriente, han tenido que contratar nuevos créditos para refinanciar *de facto* el pago de intereses sin amortizar el capital, el financiamiento denominado en francos suizos durante el período 1972-1981 hubiera generado un menor déficit en cuenta corriente en esos años (por el menor y más estable nivel de las tasas de interés en esa moneda) que si se hubiera concedido en dólares (a mayores y más volátiles tasas de interés). En tal caso, esos países hubieran requerido menos endeudamiento neto anual para financiar un déficit más reducido en cuenta corriente. Si se calculara este costo adicional del refinanciamiento de intereses, el contratado en francos suizos (el mencionado 4.5%) se reduciría significativamente. Pero más importante aún es que a lo largo de ese período se hubiera podido reducir el déficit en

CUADRO 1

Tasa de interés implícita en términos de dólares estadounidenses para préstamos en divisas selectas

	Tasa de interés implícita ¹					Tasa de interés implícita ¹			
	Dólares	Marcos	Francos suizos	Libras		Dólares	Marcos	Francos suizos	Libras
Fecha de contratación: Enero 1972					Fecha de contratación: Enero de 1980				
Fecha de pago:					Fecha de pago:				
Enero 1981	8.33	11.03	12.77	9.56	Enero 1984	13.72	-3.87	-2.27	+0.0
Enero 1982	8.92	10.37	12.70	8.34					
Enero 1983	9.20	9.92	11.68	7.60					
Enero 1984	9.24	8.97	10.46	7.38					

1. Tasa interna de retorno sobre los flujos en dólares

cuenta corriente y, por lo tanto, la necesidad de financiamiento externo neto.

En el cuadro 1 también se puede observar que la fecha de amortización del capital en las monedas seleccionadas se difiere a enero de 1982, 1983 o 1984 (manteniendo el inicio del financiamiento en enero de 1972), la tasa implícita de las monedas seleccionadas se compara en forma cada vez más favorable con la del dólar. Esto se debe al continuo fortalecimiento de la divisa estadounidense a partir de 1981.

Si se contrata un financiamiento en las monedas de referencia a partir de enero de 1980, amortizable en enero de 1984, la tasa implícita de interés más alta con mucho corresponde al dólar, e incluso la de las otras monedas "duras" se torna negativa (en términos de dólares), ya que éstas experimentaron una devaluación contra el dólar a la vez que evidenciaron menores tasas de interés. Este último fenómeno, cabe decir de paso, ha contradicho la noción prevaleciente de que las monedas principales en el ámbito internacional con menores tasas de interés tienden a revaluarse con relación a las monedas con mayores tasas de interés y viceversa. Esa aparente correlación que se dio en la década de los setenta desapareció en este decenio.

En resumen se puede aseverar que si el financiamiento se hubiera diversificado más por monedas, los países en desarrollo hubieran tenido, durante la etapa de revaluación de otras monedas duras respecto al dólar, un menor déficit acumulado en cuenta corriente y un menor endeudamiento debidos a menores tasas de interés. Durante la fase de la devaluación de las monedas duras se hubieran registrado ahorros en la cuenta corriente, en el endeudamiento neto acumulado y en el saldo de la deuda expresado en dólares.

Establecimiento de una nueva estrategia de divisas

Cabe resaltar que el análisis expuesto es histórico, y no pueden derivarse de él argumentos en favor del uso concentrado o exclusivo de cualesquiera de esas monedas, ni tampoco en favor de una política de continuo cambio de una moneda a otra

de acuerdo con previsiones teóricas de costos de financiamiento. Más bien, tomando en cuenta que no es posible predecir los movimientos futuros en los tipos de cambio y en las tasas de interés de las monedas principales (aunque diversas entidades insistan en presentar dichas proyecciones), se propone, para minimizar esos riesgos, mantener una diversificación continua por monedas de los financiamientos externos.

Cabe notar, a este respecto, que varios países deudores no latinoamericanos tienen esta sana política de diversificación por monedas, como se puede observar en el cuadro 2.

CUADRO 2

Denominación de la deuda pública externa en 1983 por divisas, en porcentajes del total

	%	Otras divisas			
		Dólares	Suma	Marcos	Yenes
Dinamarca	57	43	16	n.d.	11
Finlandia	31	69	15	20	15
Irlanda	39	61	35	7	8
Suecia	67	33	9	5	8
Australia	26	74	19	25	20
Indonesia	43	57	8	21	n.d.
Nueva Zelandia	37	63	12	13	22
Tailandia	66	34	3	26	n.d.

En este contexto de diversificación de divisas, cabe notar que el BIRF y otras instituciones multilaterales regionales, así como los organismos oficiales de fomento de las exportaciones de los países desarrollados, proveen en una cierta medida sus financiamientos en diversas divisas, así que la instrumentación de esta política estaría dirigida primordialmente hacia la banca internacional con la que se concentra el endeudamiento en dólares.

En la actualidad existen diversos mecanismos financieros para conseguir tal fin. Al respecto, no existen razones fundamentales para que, por ejemplo, los bancos suizos no estuviesen en posición de otorgar financiamientos en francos, o los bancos alemanes en marcos, o los bancos japoneses en yenes (especialmente con la gradual liberalización de esa moneda). Este tipo de financiamiento podría ser aún más atractivo para esos bancos ya que su captación interna de recursos es más competitiva y rentable que la que obtienen en el mercado interbancario de eurodólares. Sería también perfectamente factible que, por ejemplo, bancos estadounidenses o japoneses prestasen en monedas europeas, refinanciándose en dólares. El riesgo cambiario (diferencia entre fondeo y préstamo en diferentes divisas) podría cubrirse mediante el mercado interbancario de futuros de divisas. De manera similar los bancos podrían efectuar préstamos denominados en multdivisas, SDR o ECU, con su respectivo fondeo.

A su vez, los prestatarios también tienen diversas opciones a su alcance, como negociar el cambio de los préstamos existentes hacia otras divisas, utilizar el mercado de futuros de divisas a corto o a largo plazos, y efectuar intercambios de divisas (*swaps*).

El análisis detallado de cada una de estas posibilidades, con sus respectivos atributos, está fuera del alcance de este estudio. Sin embargo, se debe destacar que es posible que los prestatarios efectivamente logren una satisfactoria diversificación de su deuda externa por monedas.

Tasas flotantes vs. tasas fijas de interés

La contratación de deuda externa en varias monedas genera, por sí misma, una diversificación en las tasas de interés y una mayor *estabilidad* en el servicio por este rubro que la que se obtendría con una alta concentración de la deuda. Empero, es necesario también tomar en cuenta que las tasas de interés en las principales divisas tienden a influirse en la misma dirección. Por ejemplo, en el período 1979-1982 el alza en las tasas de interés estadounidenses en términos nominales y reales causó un movimiento similar, aunque de menor magnitud, en las principales divisas europeas y en el yen. Si toda (o la mayor parte) de la deuda externa se basara en tasas de interés flotantes, y por ende estuviera sujeta a revisiones periódicas a corto plazo, el pago de intereses tendría todavía un cierto elemento de inestabilidad potencial a corto plazo debido a ese fenómeno de "magneto".

Por lo tanto, el complemento de esta política de diversificación consiste en obtener una combinación de financiamientos externos de tasas flotantes y tasas fijas de interés. Esta política sería la más prudente y neutral para los deudores. Mediante ella se reducirían los riesgos de movimientos bruscos en las tasas de interés, la amortización y el saldo de la deuda externa.

Costo de financiamientos a tasas fijas vs. tasas flotante

Uno de los principales obstáculos para que los países en desarrollo contraten financiamientos a tasas fijas suele ser que, al momento de elegir, la tasa fija prevaleciente es mayor en 1-2 por ciento que la flotante a corto plazo en la misma moneda. En

la búsqueda de ahorros inmediatos, o más bien aparentes, los prestatarios frecuentemente optan por financiamientos a tasas flotantes, aun cuando existen posibilidades de obtenerlos a tasas fijas.

Una comparación real entre el costo que se obtendría con ambos tipos de tasas sólo puede realizarse hasta después de pagado el financiamiento. Sin embargo, con fines ejemplificativos se elaboró el cuadro 3, en el que se suponen financiamientos en dólares con amortización a 5 y 10 años y fecha inicial en enero de cada año a partir de 1972. Se omitió el diferencial (o margen) aplicable a ambas operaciones de tasa fija y flotante, pues es similar. Las tasas que se usaron fueron la *Libor* a seis meses en el caso de la flotante (igual que en el cuadro 2) y la tasa de emisiones del Tesoro estadounidense en enero de cada año para emisiones a cinco y diez años en los casos de tasas fijas.

CUADRO 3

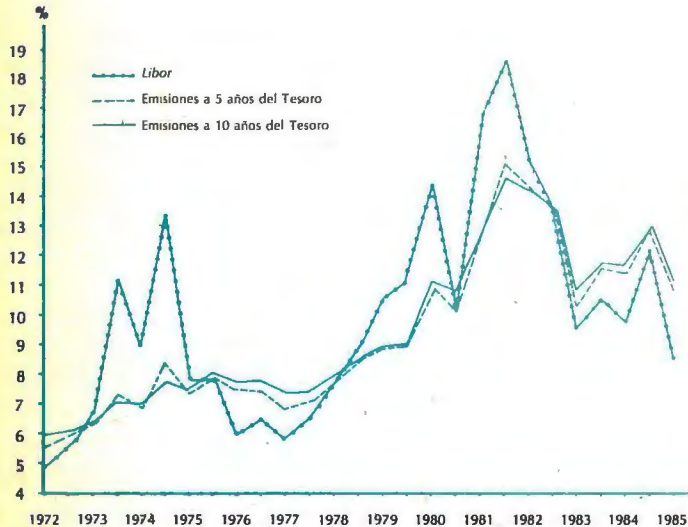
Comparación de costos de financiamiento entre tasas fijas y tasas flotantes en dólares estadounidenses para el período 1972-1985 (Porcentajes)

	Emisiones del Tesoro de EU a 5 años	Emisiones del Tesoro de EU a 10 años*	Libor a 6 meses en dólares de EU
Un solo pago al final del financiamiento.			
Intereses pagaderos semestralmente			
Período			
1972-1982		5.95	9.04
1973-1983		6.46	9.92
1974-1984		6.99	10.07
1975-1985		7.50	9.95
1972-1977	5.59		7.97
1973-1978	6.34		8.11
1974-1979	6.95		8.14
1975-1980	7.92		7.83
1976-1981	7.46		8.56
1977-1982	6.58		10.62
1978-1983	7.77		12.35
1979-1984	9.20		13.16
1980-1985	9.53		13.49

Los resultados son sorprendentes. En la mayoría de los financiamientos a cinco y diez años la opción de tasa fija resultó ser relativamente de costo *menor* que la opción de tasa flotante. Una excepción es el financiamiento a cinco años de 1975 a 1980, cuando la flotante resultó ser marginalmente de menor costo debido a la baja de la *Libor* durante ese período. La gráfica 1 muestra que la tasa *Libor* experimentó dos picos sustanciales, uno en 1973-1975 y otro en 1979-1982, en relación con las tasas fijas de emisiones a cinco y diez años del Tesoro estadounidense, razón por la cual los financiamientos a tasa flotante durante ese período generalmente resultaron mayores que los de tasa fija. Pero aun si la tasa fija hubiese resultado marginalmente mayor, ese costo hu-

GRÁFICA 1

Emisiones del Tesoro de Estados Unidos a cinco y diez años y la Libor (1972-1985)



biese sido una pequeña "prima" a pagar a cambio de una mayor estabilidad en el flujo de intereses y, por lo tanto, en la cuenta corriente del país deudor en cuestión.

Evolución de una nueva política de tasas de interés

El anterior análisis histórico, sin embargo, aunque útil en retrospectiva, no permite sacar conclusiones sobre el futuro comportamiento de costos entre tasas fijas y tasas flotantes de interés; una u otra opción podría resultar más costosa en el futuro en diversos períodos de financiamiento. Consecuentemente, podemos concluir que la política más "conservadora" y prudente en términos de costos de financiamiento, así como en términos de estabilidad de pagos de interés, reside en diversificar la deuda externa por moneda y por tasas.

Los organismos multilaterales y regionales, así como diversas Instituciones oficiales de crédito a la exportación, tradicionalmente han sido proveedores de financiamiento a tasas fijas. La deuda a tasas flotantes proviene en su mayoría de la banca comercial internacional. No obstante, existen diferencias en la proporción de la deuda que países prestatarios similares tienen contratada a tasa fija con instituciones oficiales. Ello obedece a diferencias en la eficiencia de cada país para usar esas fuentes. Por lo tanto, un primer esfuerzo debe orientarse hacia una más eficiente y mayor utilización de los créditos oficiales de fomento de la exportación de otros países con base en políticas de importación congruentes al respecto. La discusión detallada de este aspecto, sin embargo, queda fuera del alcance del presente trabajo.

En relación con la restante deuda comercial a tasas flotantes proveniente de la banca internacional, recientemente los países en desarrollo han hecho diversas propuestas globales en los foros internacionales con el objeto de estabilizar los pagos de intereses. Queda por ver si estas propuestas globales serán acogidas

favorablemente por los acreedores internacionales. Sin embargo, los países prestatarios —principalmente aquéllos con alto contenido de deuda a tasas flotantes— no deben ni pueden dejar a sus economías a merced de esa expectativa, por lo cual es imprescindible que instrumenten diversos mecanismos de protección al respecto.

Los países en desarrollo más afectados tienen actualmente a su disposición diversos mecanismos que, en su conjunto, pueden ofrecer la posibilidad de alcanzar gradualmente esa meta de diversificación. A la banca internacional se le pueden ofrecer opciones (e incentivos) para otorgar nuevos financiamientos (o transformar los existentes) a tasas fijas, siendo los propios bancos los que busquen su refinanciamiento a tasas fijas o a través de intercambios de intereses (*swaps*). También los prestatarios podrían obtener financiamientos directos a tasas fijas de los mercados de capitales, fondos de seguros y de pensión u otras fuentes potenciales, o podrían efectuar operaciones de intercambio de intereses flotantes por tasas fijas. Aun sin analizar los detalles de los diversos mecanismos posibles, se puede aseverar que, una vez que los prestatarios definan la dirección, la banca internacional, con la gran inventiva que la caracteriza, podría crear diversos instrumentos para hacer factible esa meta en unos cuantos años. En la actualidad no existe un mecanismo que, por sí solo, pueda efectuar dicha transformación en el corto plazo; los prestatarios tienen que perseverar con la utilización simultánea de diversos medios para alcanzar su meta en el mediano plazo.

Sin duda, la diversificación de la deuda externa de los importantes deudores en desarrollo por divisas y tasas de interés coincide con los intereses propios de la banca internacional, aunque ésta no parece haberse percatado claramente de ello. En un contexto de volatilidad de intereses y, por lo tanto, de deterioro en la cuenta corriente, y de necesidades adicionales de financiamiento imprevistas por alzas en las tasas internacionales de interés, la única fuente factible en el corto plazo para satisfacer esos faltantes es la propia banca internacional.

Comentarios finales

Durante la presente década y en el futuro previsible, en un contexto de financiamiento externo limitado, la forma en que los países en desarrollo manejen su brecha de recursos externos para mantenerla de manera continua dentro de parámetros aceptables, se torna en un elemento crítico de la política económica. Tradicionalmente, cuando la carga por concepto de intereses era un componente minoritario en el manejo de la cuenta corriente de los países en desarrollo, era posible y suficiente regular con medidas macroeconómicas el sector externo, compuesto entonces primordialmente por flujos de exportaciones e importaciones.

Actualmente, cuando la carga por concepto de intereses externos forma una parte importante (o incluso preponderante) de la cuenta corriente, se requiere complementariamente establecer políticas financieras que regulen al máximo posible la estructura de la deuda externa y, por lo tanto, influyan en el flujo de intereses externos. Esta última variable ha quedado hasta la fecha enteramente fuera del control de los países prestatarios en desarrollo, con serias consecuencias e implicaciones para su presente y futura evolución. □