
ESFUERZO COMERCIAL Y QUITA DE INTERESES DE LA DEUDA EXTERNA *

por Guillermo Escudé

Escudé, Guillermo

Egresado de la Universidad Nacional de Buenos Aires donde en 1983 le fue otorgado el premio "Facultad de Ciencias Económicas" a la mejor tesis presentada en 1981. Mediante una beca de la OEA ha realizado estudios de posgrado en la Universidad de California. Es Investigador del CONICET con asiento en el CEMA.

* Trabajo presentado en las XI Jornadas de Economía Monetaria y Sector Externo 22 y 23 de Junio de 1989 - ORGANIZADAS POR EL BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA..

I. INTRODUCCION

La economía argentina se caracteriza por el estancamiento y los altibajos desde mediados de la década del 70 pero esa situación se agravó enormemente a partir del estallido de la crisis de la deuda externa. La tasa promedio de crecimiento del PBI real, que había sido de 2,9% en el quinquenio 1970-75 y de 2,3% en el quinquenio 1975-80, se redujo al -2,0% en el quinquenio 1980-85. En el bienio 1985-87 se recuperó parcialmente al 1,5%. Tan solo en el bienio 1980-82 el PBI real decreció en un 11,3%

En términos per cápita lo ocurrido en la economía argentina es mucho más dramático. El PBI per cápita de 1987 fue un 6,4% menor que en el año 1970. Más aún, el PBI per cápita de cualquier año del período 1982-87 es significativamente menor al de cualquier año del período 1970-80. Estas cifras indican que aunque el desempeño de la economía argentina durante la década del 70 haya sido mediocre, la eclosión de la crisis de la deuda externa agravó enormemente la situación.

Uno de los índices que mejor refleja las dificultades presentes de la economía argentina es la participación de la inversión bruta en el PBI. Esta participación ha disminuido notablemente durante la presente década. Habiendo sido en promedio del 21,6% durante el período de doce años 1970-81, se redujo a un promedio del 13,0% durante el período de seis años 1982-87. Más aún, esa participación se redujo a un promedio del 11,6% durante la segunda mitad del último período. Estos porcentajes están alarmantemente cercanos a una inversión neta negativa, o sea, al decrecimiento absoluto en el stock de activos reales de la economía.

Con avances y retrocesos, el gobierno ha procurado efectuar ajustes en la economía para hacer frente a la crítica situación externa. En particular, ha tratado de aumentar el excedente comercial, tanto mediante los controles a la importación como mediante los incentivos a la exportación. En el período de seis años 1982-87 el excedente comercial (bienes más servicios reales) ha sido de 17.000 millones de dólares corrientes, o sea, más de siete veces el excedente comercial del período de seis años previo (2300 millones en 1976-81). Si medimos el esfuerzo comercial mediante las exportaciones también se observa un fuerte crecimiento. Las exportaciones del período 1982-87 ascendieron a 56.000 millones de dólares corrientes, lo cual es un 9,7% superior a las exportaciones del período 1976-81 y un 193,3% superior a las del período 1970-75.

A pesar del esfuerzo comercial realizado, la situación deudora del país con respecto al resto del mundo se ha ido incrementando en forma explosiva. Como el excedente comercial logrado no es ni remotamente suficiente para pagar los intereses de la deuda externa, la cuenta corriente del balance de pagos ha sido sistemáticamente negativa. Este déficit es continuamente financiado mediante un financiamiento forzoso que permite salvar las apariencias de pagabilidad aún cuando cada vez está más claro para todos los agentes involucrados que la deuda externa pública argentina no es pagable en su totalidad a largo plazo. Este financiamiento forzoso produce el señalado crecimiento explosivo de la deuda.

La situación de baja inversión en la Argentina actual está seguramente relacionada con la falta de perspectiva de una solución duradera al problema de la deuda externa. Por un lado, las dificultades de financiación del sector público tienen consecuencias adversas sobre las posibilidades de aumentar la inversión pública. Por otro lado, la incertidumbre con respecto al futuro de la economía y con respecto a las políticas que habrán de implementarse para paliar los agudos problemas de financiación interna que enfrenta el gobierno no pueden sino incidir negativamente so-

bre los deseos del sector privado de realizar inversiones importantes de largo plazo.

Las dificultades de lograr un ajuste de la magnitud requerida para equilibrar la cuenta corriente en el largo plazo es tenido en cuenta por los tenedores de títulos de la deuda externa argentina. Ello incide en el hecho de que tales títulos se coticen en los mercados secundarios con un fuerte descuento. Tales cotizaciones debajo de la par evidencian que el mercado considera que es altamente probable que la deuda no pueda pagarse en su valor nominal. Ante esa posibilidad, los potenciales tenedores de títulos de deuda se anticipan al momento en que se reconozca esa situación y, en consecuencia, se modifiquen las condiciones contractuales en que se generó la deuda.

La permanente renegociación del financiamiento de los intereses impagos es sumamente costosa para el país, principalmente porque inhibe las posibilidades de efectuar una reinserción exitosa en un mundo cada vez más interdependiente. El "muddling through" que el Plan Baker ha perpetuado torna cada vez más dificultoso el mismo proceso de ajuste que ese plan pretende incentivar. Pues la permanente renegociación para la obtención de un financiamiento adicional que hace crecer aún más la deuda existente no despeja la elevada incertidumbre que pesa sobre la viabilidad de mediano plazo de la economía. Y tal incertidumbre se refleja en la magnitud de la inversión.

Si la magnitud de la deuda externa pública imposibilita la realización de un ajuste suficientemente intenso como para avanzar sostenidamente hacia el equilibrio de la cuenta corriente dentro del ordenamiento socio-político existente, el mantenimiento de la situación actual sólo puede postergar tanto el momento de la verdad, que fatalmente debe llegar, como el verdadero proceso de ajuste de la economía argentina. Mientras tanto, los intentos de ajustar el sector público y el sector externo están irremediabilmente destinados al fracaso. Sólo un proceso caracterizado por elevados volúmenes de inversión y elevados niveles de actividad puede sustentar el tipo de ajuste mencionado.

En el presente trabajo, se elabora teóricamente la sustancia de los razonamientos precedentes en lo que respecta a la evolución de la deuda externa, el superávit comercial, el déficit en cuenta corriente y la cotización de los títulos de deuda en los mercados secundarios. Para ello, se construye un modelo que permite reflejar tanto la situación actual de "ajuste vicioso" como la posible salida de "ajuste virtuoso" en caso de estar acompañado el esfuerzo de ajuste comercial con una sustancial quita en los intereses de la deuda externa.

En el modelo se utiliza una ecuación de ajuste del precio de mercado de los títulos de deuda bajo el supuesto de competencia perfecta y expectativas racionales, como en Rodríguez (1988). Sin embargo, se hace endógena a la prima de riesgo, suponiendo que ésta varía directamente con el déficit en cuenta corriente por unidad de deuda. Además, se admite la posibilidad de que el país ajuste su excedente comercial de manera tal de ir reduciendo el déficit de la cuenta corriente. Para ello, se introduce un parámetro que indica la velocidad del ajuste. Como se verá, la magnitud de la velocidad de ajuste en relación con el nivel de la tasa de interés sobre la deuda es decisiva para la dinámica de las variables involucradas.

En la última sección se modifica el modelo para incorporar la posibilidad de recompra de los títulos de deuda en los mercados secundarios por parte del gobierno, utilizando para ello una fracción constante del superávit comercial.

II. EL MODELO

Suponemos que el país genera un excedente comercial B que no alcanza para pagar los intereses de la deuda externa iD , donde i es la tasa de interés internacional y D el stock nominal de la deuda. Para simplificar, también suponemos que los títulos de deuda son perpetuidades que pagan una tasa de interés i en todo instante. El excedente comercial B se reparte entre todos los acreedores, pagándose B/D por cada unidad de deuda en cada instante.

Además, la parte de los intereses que permanece impaga, o sea, el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos, $iD - B$, se refinancia entregándoles nuevos a todos los tenedores en forma proporcional a sus tenencias, pagándose entonces $i - B/D$ por unidad de deuda. Por consiguiente, la deuda crece según la ecuación:

$$(1) \quad \dot{D} = iD - B$$

Existe un mercado secundario donde se cotizan los títulos de la deuda a un precio p que, presumiblemente, está por debajo del valor de paridad, la unidad. Si se vende una unidad de deuda en el mercado secundario, se obtiene un monto p que puede invertirse en los mercados financieros internacionales a una tasa (libre de riesgo) i , por lo cual el rendimiento de la operación es ip . Este sería el costo de oportunidad de mantener una unidad de deuda si su tenencia estuviera exenta de riesgo. Sin embargo, podemos suponer que los tenedores tienen una prima de riesgo ϑ positiva. Una manera un tanto simplificada de introducir el riesgo es suponer que, en lugar de tomar ip como el costo de oportunidad de la tenencia de una unidad de deuda, los tenedores de títulos toman $(i + \vartheta)p$.

Ese es el costo de oportunidad de la tenencia de bonos. Veamos ahora cuál es el beneficio. Por un lado, por el supuesto de que el excedente comercial se reparte entre todos los tenedores, mantener una unidad de deuda implica recibir B/D del excedente comercial en cada instante del tiempo. Por otro lado, como el país deudor entrega nuevos títulos por la totalidad del déficit en la cuenta corriente del balance de pagos, el tenedor de una unidad de deuda recibe $i - B/D$ unidades de deuda bajo la forma de nuevos títulos. Estos tienen un valor de mercado $(i - B/D)p$.

Por último, como la cotización de los títulos en el mercado secundario puede variar, debe contabilizarse la ganancia o pérdida esperada de capital, \dot{p} . Como suponemos que las expectativas son racionales, ésta es la ganancia o pérdida real. Sumando los tres componentes de ganancias por la tenencia del título, la ganancia total es $B/D + (i - B/D)p + \dot{p}$.

Suponiendo competencia perfecta y ajuste instantáneo en la cotización de los títulos, en todo instante el rendimiento de una unidad de deuda debe ser igual a su costo de oportunidad $\underline{2/}$. O sea, debe verificarse

$$(2) \quad (i + \vartheta)p = B/D + (i - B/D)p + \dot{p}$$

La ecuación (2) nos dice que en todo instante el precio del título debe estar ajustándose de manera tal que a sus propietarios les resulte indiferente mantenerlos o venderlos. Si no fuera así existiría la posibilidad de hacer arbitraje.

La prima de riesgo no tiene por qué ser constante. Debería estar ligada de algún modo con la verdadera capacidad de pago de la economía. Una manera sencilla de evaluar la capacidad de pago es tomar el balance de la cuenta corriente del balance de pagos. Siempre que ésta sea deficitaria, los potenciales tenedores de títulos de

la deuda mantienen una prima de riesgo positiva. En otra formulación del mismo concepto, siempre que el saldo comercial por unidad de deuda externa no alcance la tasa de interés, la prima de riesgo es positiva. Podemos tomar, entonces,

$$(3) \quad \dot{\sigma} = \sigma (i - B/D),$$

donde σ es una constante positiva que indica la sensibilidad de la prima de riesgo al déficit en la cuenta corriente. Suponemos que $0 < \sigma < 1$.

Puede argumentarse que esta manera de introducir la prima por riesgo es simplista pues un país podría estar endeudándose sin que su deuda se considerara riesgosa. Si bien ello es así, en el caso de países que confrontan la imposibilidad de hacer frente a los intereses de la deuda, puede ser razonable pensar que la prima de riesgo sólo va a anularse cuando se haya encontrado una manera de equilibrar la cuenta corriente, o sea, de impedir que la deuda siga creciendo de manera forzosa.

El sistema formado por las ecuaciones (1), (2) y (3) es explosivo si se parte de un déficit en la cuenta corriente del balance de pagos. La deuda externa está destinada a crecer y la cotización de los títulos de la deuda a disminuir. Vamos a analizar el caso de un país deudor que trata de salir de esa dinámica explosiva realizando un esfuerzo de ajuste que consiste en procurar incrementar el excedente comercial, tratando de llevarlo hacia un nivel que equilibre la cuenta corriente. De tal modo, tenemos una nueva ecuación, indicadora del ajuste que se realiza en el excedente comercial:

$$(4) \quad \dot{B} = \gamma (iD - B)$$

donde γ es la velocidad de ajuste. Si γ es positivo, cuando el excedente comercial es menor que los intereses sobre la deuda, se procura aumentar el excedente comercial. La magnitud del parámetro γ indica la intensidad del esfuerzo de ajuste. En el caso en que γ es nulo, el excedente comercial permanece constante.

Definamos como nueva variable el excedente comercial por unidad de deuda externa, $b \equiv B/D$. Diferenciando b y utilizando las ecuaciones (1) y (4), obtenemos la siguiente ecuación:

$$(5) \quad \dot{b} = (\gamma - b) (i - b)$$

Además, si reemplazamos (3) en (2), luego de reordenar, obtenemos

$$(6) \quad \dot{p} = (\sigma i + (1 - \sigma) b)p - b$$

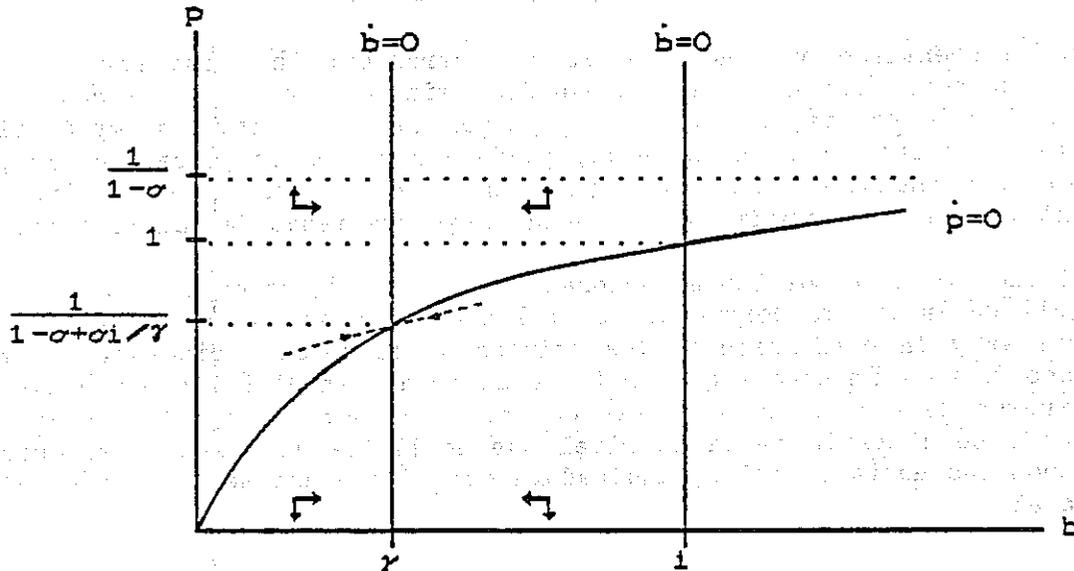
Las últimas dos ecuaciones forman un sistema que determina las trayectorias de b y p .

Suponemos que inicialmente la velocidad de ajuste comercial, γ , es positiva y baja. Concretamente, suponemos que γ es significativamente inferior a la tasa de interés internacional, i . El sistema tiene dos puntos estacionarios, uno inestable y otro estable en el sentido de la teoría de las expectativas racionales. El punto inestable no es relevante. La Figura 1 nos da la dinámica cuando se está cerca del punto de ensilladura ubicado en la intersección de $b = \gamma$ y la curva $\dot{p} = 0$. Se tiene un sendero de ensilladura que lleva al equilibrio. El mantenimiento de la trayectoria sobre ese sendero se debe a que, a diferencia de la variable b , la variable p no es histórica. El precio esperado y vigente de los títulos de deuda, por estar guiada por las expectativas con respecto al futuro, puede pegar saltos cuando cambian las

circunstancias que determinan su nivel de largo plazo y los agentes lo saben y actúan consecuentemente.

Figura 1

El pantano de la deuda impagable ($\gamma < i$)



El excedente comercial por unidad de deuda tiende al valor γ y la cotización de los títulos al valor $1/(1-\sigma+\sigma i/\gamma)$. Nótese que este último es necesariamente menor que la unidad cuando $\gamma < i$. Por lo tanto, los títulos de la deuda tienden a cotizarse con un descuento. La tasa de descuento es $\sigma(i/\gamma - 1)$. Además, como en el estado estacionario $b = \gamma < i$, hay déficit en la cuenta corriente.

Si $\gamma > 0$, tanto el excedente comercial como la deuda externa continúan aumentando para siempre, manteniendo la relación $B = \gamma D$. Como la prima de riesgo es positiva y elevada, y los títulos de deuda se cotizan con un fuerte descuento, el país no accede al financiamiento voluntario. Esta situación de incremento sostenido del excedente comercial sin acceso a los mercados internacionales de capital parece claramente insostenible. Eventualmente, se agotan las posibilidades de seguir agrandando el excedente.

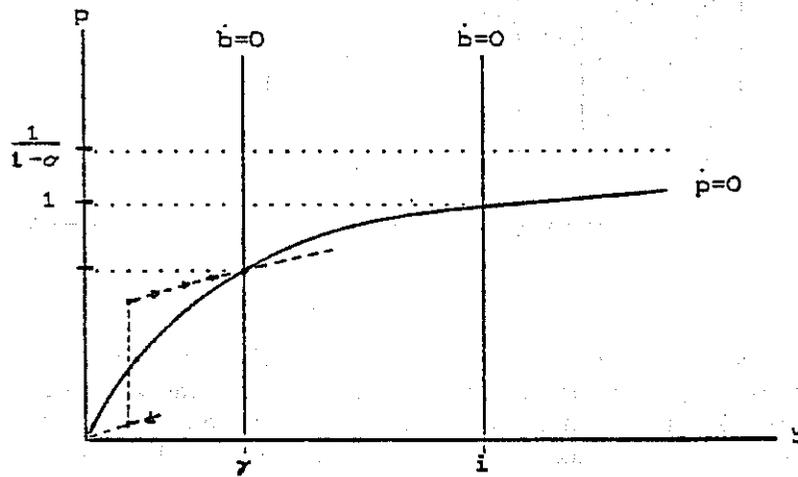
Cuando ello ocurre se hace $\gamma = 0$. El excedente comercial deja de crecer pero la deuda sigue creciendo, haciendo decrecer a b hasta cero. En ese caso, en la Figura 1 la vertical encima de $b = \gamma$ coincide con el eje de las ordenadas. Por lo tanto, mientras D tiende a infinita (y b a cero), p tiende a cero. Ese sería el caso de un país que ha agotado sus posibilidades de ajuste y sigue con el esquema actual de refinanciamientos. El país no puede volver a atraer capitales debido a que no resulta confiable su situación de largo plazo, o sea, su capacidad para eventualmente comenzar a devolver la deuda.

¿Qué pasa cuando el país, estando con un excedente comercial estancado, realiza un gran esfuerzo para incrementar su excedente? Supongamos que el país está avanzando por el sendero de ensilladura que lleva hacia el origen de coordenadas. La deuda está creciendo, el excedente comercial es constante y la cotización de los títulos está bajando. La Figura 2 describe este caso. Cuando γ aumenta, cambia el

punto de equilibrio. Los agentes económicos saben que se inaugura una nueva era que lleva a ese punto de equilibrio. Por ello, la cotización de los títulos pega un salto hacia arriba para colocarse sobre el nuevo sendero de ensilladura. A partir de allí, la cotización sigue aumentando suavemente mientras el excedente comercial crece más rápidamente que la deuda externa.

Figura 2

El ajuste vicioso: $\gamma < i$

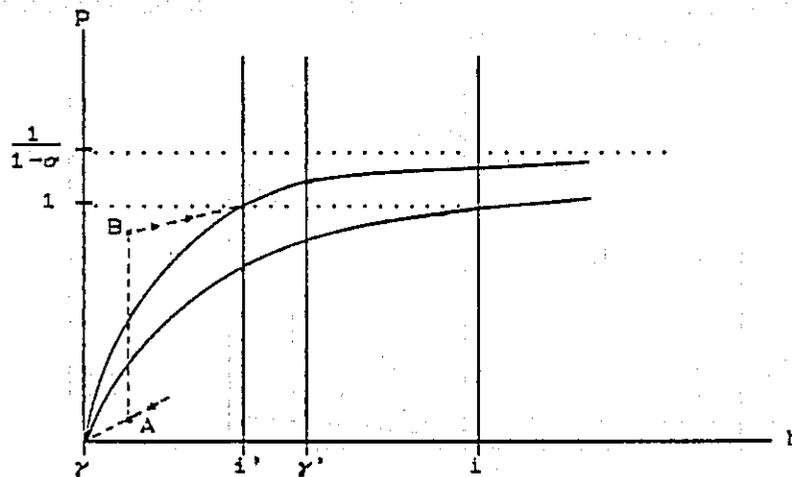


Pero este intento de ajuste está destinado al fracaso si luego del ajuste γ continúa siendo menor que i . Pues aún un incremento sostenido en el excedente comercial no puede colocar la cotización de los títulos a la par ($p = 1$). Ello se debe a que, como no hay indicios de que pueda equilibrarse la cuenta corriente, la prima de riesgo continúa siendo positiva, por más que se establezca el coeficiente balance comercial/deuda externa. Eventualmente, los costos sociales y políticos del mantenimiento de esta situación obligan al congelamiento del excedente comercial, cuando no su franca reducción.

Si los agentes tenedores de títulos de deuda tienen expectativas formadas con respecto a las verdaderas posibilidades del gobierno de intensificar el proceso de ajuste, las políticas gubernamentales pueden fracasar aún en su intento de elevar la cotización de los títulos de deuda. Pues tales políticas están destinadas a carecer de credibilidad si no son capaces de hacer salir al país del "impasse" en que se encuentra 3/.

Tomemos ahora el caso virtuoso en que no sólo el país emprende un decidido proceso de ajuste, sino que, además, los gobiernos de los acreedores externos, al comprender la naturaleza del problema, deciden que les conviene a todas las partes tomar medidas que permitan salir de esta "impasse". Con tal fin, aceptan efectuar una quita en la deuda que, junto con el ajuste comercial del país, le permite a éste retomar el camino del crecimiento. No importa como se implemente esta quita, y como se repartan los costos entre los diversos sectores involucrados (bancos acreedores, accionistas de los bancos, depositantes de los bancos y los "taxpayers" de los países acreedores), ella debe traducirse en la disminución del flujo a pagar al exterior en concepto de intereses sobre la deuda. Suponemos, entonces, que simultáneamente crece γ y disminuye i hasta que se tiene $\gamma > i$. La Figura 3 describe este caso.

Figura 3

Quita y ajuste: el caso virtuoso: $\gamma < i$ 

Supongamos nuevamente que, con un excedente comercial constante, la deuda estaba creciendo y la cotización de los títulos declinando. Luego se produce un esfuerzo comercial que lleva al aumento de la velocidad de ajuste del excedente comercial hasta el valor γ' pero simultáneamente se reduce la tasa de interés internacional que rige para la deuda externa a i' . Ahora es el equilibrio estacionario sobre $b = i'$ el punto de ensilladura y el que está sobre $b = \gamma'$ es inestable (e irrelevante).

Cuando se producen los dos cambios simultáneos, la cotización de los títulos de la deuda pega un salto desde A hasta B. Posteriormente, la cotización sigue aumentando. Pero a diferencia del caso anterior, esta vez tiende hacia la unidad. Por su parte, b avanza continuamente hacia i , donde se verifica el equilibrio en la cuenta corriente. Allí la deuda deja de crecer y también el excedente comercial permanece constante. Además, en el nuevo estado estacionario la prima de riesgo pasa a ser nula. El país puede retomar el camino del crecimiento atrayendo capitales del resto del mundo.

III. LA RECOMPRA DE TÍTULOS DE LA DEUDA PÚBLICA EXTERNA

En los años recientes se han introducido diversos esquemas de "capitalización" de la deuda. Estos esquemas conjugan la recompra de los títulos de deuda por parte del gobierno emisor a precios relacionados con los del mercado con una distribución del descuento con respecto al valor nominal del título entre el gobierno y el agente privado que le vende el título al gobierno. De tal modo, se achica la deuda externa del gobierno y el agente que le vende el título al gobierno obtiene un subsidio con respecto al valor de mercado del título. Como se verá en esta sección, estos esquemas difícilmente constituyan de por sí una solución al problema de la deuda externa. Sin embargo, el mecanismo seguramente va a ser ampliado en alguna medida, a pedido de los acreedores, y constituirá un elemento entre otros en cualquier solución negociada del problema de la deuda.

Como veremos, es fácil modificar el esquema teórico de la sección anterior para incluir diversas variantes de las recompras de deuda. Nosotros nos centraremos en el caso en que el gobierno puede destinar una fracción constante del excedente

comercial a la recompra de los títulos de deuda en los mercados secundarios sin que ningún agente privado reciba subsidio alguno. Sin embargo, es fácil modificar el esquema para incluir diversas variantes de subsidio.

Supongamos que por un acuerdo con los acreedores el gobierno puede destinar una fracción fija s del excedente comercial para recomprar sus títulos de deuda, destinando el resto del excedente al pago de intereses. Como el gobierno paga $(1-s)B$ en concepto de intereses y anula en cada instante un monto de deuda sB/p , la ecuación (1) que daba la evolución de la deuda externa se convierte ahora en

$$(7) \quad \dot{D} = iD - (1-s)B - sB/p.$$

Utilizando nuevamente la ecuación de prima de riesgo (3) y la ecuación de ajuste del excedente comercial, obtenemos ahora en lugar de (6):

$$(8) \quad \dot{b} = (\gamma - b)(i - b) + sb^2 \left(\frac{1}{p} - 1\right)$$

La modificación consecuente en la ecuación de arbitraje (2) consiste en que sólo se distribuye la fracción $(1-s)$ del excedente comercial entre los acreedores. Por consiguiente, cada acreedor recibe por unidad de deuda la cantidad $(1-s)b$ en concepto de intereses y la cantidad $(i - (1-s)b)$ en nuevos títulos, los cuales tienen un valor de mercado $(i - (1-s)b)p$. Por lo tanto, la ecuación de arbitraje que reemplaza a (2) es

$$(9) \quad (i + \sigma)p = (1-s)b + (i - (1-s)b)p + \dot{p}.$$

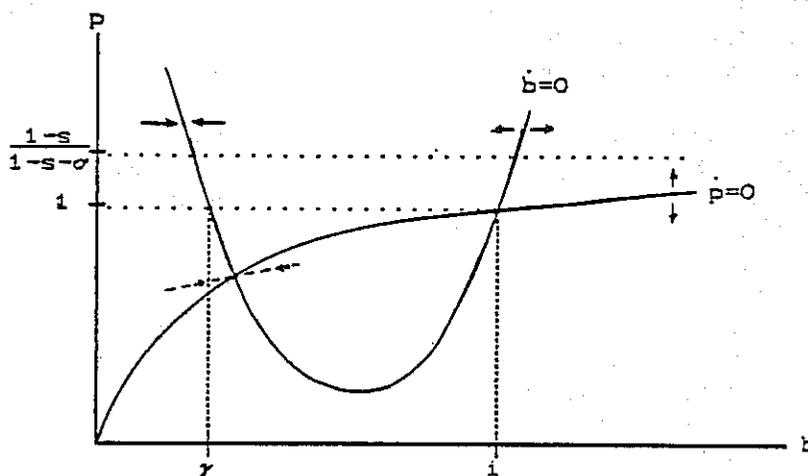
Utilizando la ecuación de prima de riesgo (3), (9) se convierte en

$$(10) \quad \dot{p} = (\sigma i + (1-s-\sigma)b)p - (1-s)b$$

A diferencia del caso sin recompra de deuda, el sistema formado por las ecuaciones (8) y (10) es interdependiente en ambas direcciones. El conjunto de puntos en los que se anula \dot{p} , en lugar de estar constituido por dos rectas verticales, tiene una forma parabólica con ramas asintóticas a dos verticales. Además, toma el valor $p = 1$ en $b = \gamma$ y en $b = i$, y tiene un mínimo (relativo) en $b = 2/(1/\gamma + 1/i)$. La Figura 4 describe este caso 4/.

Figura 4

La recompra sin quita no es solución



La dinámica es completamente análoga a la del caso anterior. Sólo el punto de equilibrio de la izquierda tiene estabilidad de sendero de ensilladura. El de la derecha es inestable.

Si originalmente se estaba en un equilibrio estable ($b = \gamma$) en el cual el país ajustaba el balance comercial a una tasa $\gamma > 0$ y se introduce el régimen de recompra de deuda descripto arriba, la cotización de los títulos, p , debería pegar un pequeño salto hacia arriba. Posteriormente, tanto el precio de los títulos como el balance comercial por unidad de deuda, b , deberían gradualmente aumentar hasta el nuevo equilibrio estable. En ese punto, si bien el precio de los títulos es constante, el balance comercial sigue creciendo y también la deuda externa. Pero ambas crecen a la misma tasa. El balance comercial crece debido al esfuerzo comercial del país. La deuda externa crece debido a que el déficit de cuenta corriente es mayor que la ganancia obtenida por la recompra de deuda por debajo de la par.

Como en el caso anterior, el problema de la deuda externa no ha sido resuelto. Pues, por un lado, la cotización de los títulos de deuda sigue por debajo de la par, la prima de riesgo sigue positiva y el país no puede acceder al financiamiento voluntario. Y por otro lado, el esfuerzo comercial tenderá a volverse intolerable con el paso del tiempo.

Como en el caso sin recompra de deuda, se necesita una quita en los intereses a pagar sobre la deuda para que el problema sea soluble. Nuevamente, basta que i se vuelva menor que γ para que el sendero de ensilladura lleve la cotización de los títulos a la par y la cuenta corriente al equilibrio. Si en la Figura 4 se invierten i y γ , la curva $\dot{p} = 0$ se desplaza hacia arriba y toma el valor $p = 1$ cuando $b = i$. La cotización de los títulos salta hacia el nuevo sendero de ensilladura, el cual conduce al punto $(i, 1)$.

IV. CONCLUSIONES

Si se admite que no es factible en Argentina realizar un ajuste económico de la magnitud requerida para llegar a una situación en la que sea posible pagar la totalidad de los intereses de la deuda externa pública, la solución a la actual situación de estancamiento inflacionario pasa necesariamente por una fuerte quita sobre los intereses externos del sector público.

Mientras ese sinceramiento no se realice, la deuda externa seguirá creciendo y los títulos de deuda en los mercados secundarios se cotizarán con fuertes descuentos que podrán variar según el grado de esfuerzo que la economía esté realizando para aumentar su excedente comercial. Pero siempre que el excedente comercial tienda a estancarse las cotizaciones de los títulos de deuda deberán tender a descender junto con el coeficiente excedente comercial-deuda externa.

En cambio, de realizarse simultáneamente un sostenido esfuerzo de ajuste comercial junto con una fuerte quita en la tasa de interés que rige para la deuda externa pública, sería factible sacar al país de la "impasse" en que se encuentra. Pues en ese caso se vería la salida al final del túnel, condición indispensable para que pueda justificarse el esfuerzo comercial sostenido. La comprensión de estar ante una solución factible tendría el efecto inmediato de elevar las cotizaciones de los títulos de deuda en los mercados secundarios. Posteriormente, dicha cotización seguiría creciendo, junto con el coeficiente excedente comercial-deuda externa, hasta que simultáneamente se equilibra la cuenta corriente de la balanza de pagos y los títulos de deuda vuelven a cotizarse a la par.

La introducción de esquemas de capitalización o de recompra de deuda no pueden de por sí solucionar el problema básico. Tales esquemas sí pueden incidir sobre las cotizaciones de los títulos. Se analizó, en particular, el caso en que se destina una fracción constante del excedente comercial a la recompra de títulos al precio de mercado. En el momento de introducción del esquema, la cotización aumenta y posteriormente sigue aumentando junto con el coeficiente excedente comercial-deuda externa, pero como en el caso sin recompra se tiende a un valor que no permite al país volver a una situación de financiamiento voluntario.

NOTAS

1/ Instituto Torcuato Di Tella/CONICET.

2/ Véase C.A. Rodríguez, 1988.

3/ Véase G. Calvo (1988) y G. Escudé (1988b).

4/ Las ecuaciones que corresponden a $b = 0$ y $p = 0$ pueden ponerse en la forma:

$$p = \frac{1}{1 - \frac{1}{b} (1 - \frac{\gamma}{b}) (1 - \frac{1}{b})}$$

y

$$p = \frac{1}{1 + \frac{\sigma}{1-s} (\frac{1}{b} - 1)}$$

respectivamente. Estas curvas se cortan en el primer cuadrante en los puntos $b = i$, $p = 1$ y

$$b = \gamma / (1 - \frac{s}{1-s} \sigma) \quad p = 1 / \{ 1 + [\sigma / (1-s)^2] [(1-s)(\frac{1}{\gamma} - 1) - s \sigma \frac{1}{\gamma}] \}$$

En el segundo punto, se tiene $b > \gamma$ si $s + \sigma < 1$ y $p < 1$ si, además, $\gamma / i < 1 - \sigma s / (1-s)$.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

Guillermo Calvo, Notes on credibility and economic policy, Anales de la Asociación Argentina de Economía Política, 1988.

Michel Camdessus, "Debt: are we at the end of the crisis?", European Economic Review 30 (1986) 469-475.

J. Eaton, M. Gersovitz, J.E. Stiglitz, "The pure theory of country risk", European Economic Review 30 (1986) 481-513.

Guillermo Escudé, Nota sobre la estrategia de recompra de la deuda externa, inédito, 1988.

Guillermo Escudé, Comentario al trabajo de Guillermo Calvo: Notes on credibility and economic policy, Anales, Asociación Argentina de Economía Política, 1988.

Guillermo Escudé y Simón Guerberoff, Ajuste macroeconómico, deuda externa y ahorro en la Argentina, inédito, enero 1989.

Martin Hellwig, Comments "The pure theory of country risk" by J. Eaton, M. Gersovitz and J. Stiglitz, European Economic Review 30 (1986) 521-527.

Carlos A. Rodríguez, La deuda externa argentina, Serie Documentos de trabajo, CEMA, diciembre 1986.

Carlos A. Rodríguez, Un análisis teórico sobre la recompra de deuda externa en mercados secundarios. Serie Seminarios, Instituto Torcuato Di Tella, agosto 1988.

Adolfo C. Sturzenegger, "Deuda externa: ni optimistas ni pesimistas", Novedades Económicas, Octubre 1987.