

# COMPARACION DE LA ACTUAL DEUDA LATINOAMERICANA CON LAS INDEMNIZACIONES ALEMANAS DESPUES DE LA PRIMERA GUERRA MUNDIAL\*

Steven B. Webb\*\*

## EXTRACTO

Los problemas de la deuda de latinoamérica de la década de los años 80 son comparables en algunos aspectos con el problema de las demandas aliadas a Alemania por reparaciones, después de la Primera Guerra Mundial. Parecieran importantes cuatro dimensiones de comparación: las percepciones de legitimidad, el tamaño de las deudas, las alternativas de ajuste macroeconómico, y la estructura de incentivos para acreedores y deudores en orden a cambiar sus posiciones.

Aunque la deuda latinoamericana y las obligaciones de reparación alemanas se originaron de modos diferentes e incitaron diferentes sentimientos políticos, los gobiernos democráticos han tenido problemas similares con la oposición populista a sacrificarse por un aparente beneficio para los extranjeros.

De acuerdo a medidas convencionales de los montos de la deuda en relación a la habilidad para pagar, el cargo de la reparación alemana era extraordinariamente alto a principios de los años 20, pero las reprogramaciones en 1924 y 1929 rebajaron aquellos cargos a niveles similares a los de los principales deudores latinos actuales.

Combinaciones similares de presiones económicas y políticas conducen a los deudores latinoamericanos y del Weimar germano a ciclos macroeconómicos similares, confiándose más en un principio, en la austeridad fiscal, luego en nuevos préstamos, y después en la creación de dinero, hasta que el sufrimiento de la inflación excesiva los llevaría de vuelta a la reforma financiera.

Desafortunadamente, los acreedores de latinoamérica ni del Weimar germano no estaban dispuestos a reprogramar deudas, a menos que la economía deudora estuviese en las ruinas, principalmente como resultado de malas políticas. Por otro lado, la expansión continuada del comercio mundial y los mercados de capitales han dado a los deudores más incentivos en los años 80 que en los años 30 para restaurar su credibilidad crediticia.

## ABSTRACT

The debt problems of Latin America in the 1980s are comparable in several ways with the problem of Allied reparation demands on Germany after World War I. Four dimensions of comparison seem important: the perception of legitimacy, the size of the debts, the alternatives for macroeconomic adjustment, and the structure of incentives for creditors and debtors to change their positions.

Although Latin American debt and German reparation obligations originated in different ways and aroused different political emotions, democratic governments have had similar problems with populist opposition to sacrificing for the apparent benefit of foreigners.

By the conventional measures of debt burdens relative to the ability to pay, Germany's reparation burden was extraordinarily high in the early 1920s, but reschedulings in 1924 and 1929 brought the burden down to levels similar to those of the major Latin debtors today.

Similar combinations of economic and political pressures typically led Weimar Germany and Latin American debtors to go through similar macroeconomic cycles of relying at first more on fiscal austerity, then on borrowing, then on money creation, until the pain of excess inflation led them back to financial reform.

Unfortunately, neither with Weimar Germany nor Latin America have creditors been willing to reschedule debts unless and until the debtor economy is in a shambles, mainly as the result of bad policy. On the other hand, the continued expansion of world trade and capital markets has given debtors more incentive in the 1980s than in the 1930s to restore their creditworthiness.

\* El autor escribió este trabajo mientras era un economista visitante en la Oficina de Planificación y Análisis Económico (PAS) en el Departamento de Estado de los Estados Unidos, Washington D.C. Actualmente es un economista en la División de Ajustes Macroeconómicos y Crecimiento del Departamento de Investigación y Planeación de Política en el Banco Mundial. Las opiniones aquí vertidas son del autor y no refleja, necesariamente, las del Departamento de Estado, del Gobierno de EE.UU., o del Banco Mundial. El autor agradece a Martin Bailey, William Dewald, y otros miembros del PAS por sus útiles sugerencias y los absuelve de responsabilidad por cualquiera de los errores que se encuentren. Jack Tucker ayudó enormemente con su recolección de información y preparación de gráficos. La información usada en este estudio está disponible a solicitud.

## COMPARACION DE LA ACTUAL DEUDA LATINOAMERICANA CON LAS INDEMNIZACIONES ALEMANAS DESPUES DE LA PRIMERA GUERRA MUNDIAL\*

Steven B. Webb

### L. INTRODUCCION

Nosotros deberíamos estar celebrando. De acuerdo al Plan Young de 1929, Alemania completaría el pago de su obligación de reparación de la Primera Guerra Mundial en el año fiscal 1987/88. El Plan Young puede parecer historia antigua, pero las discusiones de los problemas de la deuda de los países subdesarrollados hoy día, se refieren, a menudo, al ejemplo de las reparaciones alemanas (Díaz-Alejandro 1983, p. 30; Dornbusch, 1985, p. 399; Fraga, 1986; Grosse, 1985; Sachs, 1986, pp. 421-22). El desastre económico que provocó el intento de los Aliados de obtener de Alemania el pago por las reparaciones en los años 20, y también desastre político que siguió en la década del 30, a menudo se cita como un ejemplo de lo que podría pasar si los problemas de la deuda de los países en vías de desarrollo, no son manejados adecuadamente. Para evaluar la conveniencia de estas preocupaciones, este trabajo compara los problemas de la deuda y de reparación de Alemania con los problemas de la deuda de latinoamérica en 1980. Parecen haber cuatro dimensiones importantes a comparar: la percepción de legitimidad, el tamaño de las deudas, las alternativas para el ajuste macroeconómico y la estructura de incentivos de los acreedores y deudores para flexibilizar sus posiciones. Las percepciones de legitimidad de la obligación internacional, dentro de las culturas políticas de los países deudores y acreedores, fijan la tendencia para su total interacción. El origen de la obligación hace una diferencia. Por supuesto, el tamaño de la obligación en relación a la habilidad para pagar, también es importante. Los banqueros, hacedores de políticas y economistas, han desarrollado en los últimos años algunas medidas para evaluar la deuda, las

\* *Estudios de Economía*, publicación del Departamento de Economía de la Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas de la Universidad de Chile, vol. 16, nº1, junio de 1989.

cuales podemos usar retrospectivamente para medir la carga de las reparaciones alemanas. La resistencia de los países deudores típicamente se cristalizan como una oposición doméstica a las medidas macroeconómicas necesarias para hacer los pagos. La impopularidad política de la deuda externa también contribuye a la degeneración de las finanzas gubernamentales internas, las cuales hace a la economía deudora menos productiva y a las obligaciones externas más onerosas. Las obligaciones alemanas en los años 20 y la deuda latinoamericana en los años 80 no se mantienen constantes, sino que se desarrollan a través de una serie de negociaciones que reprograman las antiguas deudas y fijan nuevos préstamos. Las precondiciones de las negociaciones y los términos finales de los acuerdos crean, en realidad, estructuras de incentivos que influyen en el comportamiento de los acreedores como también de los deudores, algunas veces perversamente. Los acreedores y deudores tienen gran dificultad para establecer los incentivos necesarios para que la otra parte se mueva hacia soluciones mutuamente beneficiosas.

## 2. ILEGITIMIDAD POLITICA

En el Weimar germano y los países más endeudados de latinoamérica, los principales grupos políticos creen que gran parte de la obligación externa del país es ilegítima. Aunque los diferentes partidos políticos desacuerdan en cual sea la mejor estrategia para negociar con acreedores externos, ellos acuerdan generalmente en que las demandas externas no solo son demasiado altas e inflexibles, sino que también injustas. Sin embargo, las razones para las quejas de ilegitimidad difieren, lo que tienen implicaciones fundamentales para determinar los cambios necesarios que harán legítimas dichas obligaciones.

En latinoamérica, los desafíos éticos que origina el problema de la deuda, se derivan casi todos, del fracaso para crear capacidad económica con los recursos prestados antes de 1982, pudiendo así, servir la deuda después de 1982.

Las razones del fracaso varían ampliamente, fuga de capitales hacia asilos impositivos foráneos, consumo extravagante de funcionarios corruptos, inversión en empresas ineficientes pertenecientes al Estado e inversión en producción para la cual se derrumbó la demanda mundial. Pero las diferencias en las dificultades para servir la deuda no aparecen correlacionadas con la resistencia política. Si la legitimidad política de la deuda aumenta o disminuye en latinoamérica, dependerá en parte, de que haya un flujo de retorno de la fuga de capital y de que cambien las condiciones del mercado mundial aumentando exógenamente la capacidad de los países para servir la deuda. La legitimidad percibida de la deuda está ligada al asunto más amplio de quien posee los medios de producción. Cuando la crisis de la deuda comenzó en 1982-83, los bancos comerciales rechazaron la opción de recurrir a los procedimientos que

quiebra en contra de los deudores privados y eligieron presionar a los gobiernos de los Países en Desarrollo (PED) a asumir las deudas privadas, agregándolas a la deuda del sector público. Ya que el público percibe a los recursos naturales propiedad del gobierno y a las principales empresas estatales como parte del patrimonio nacional, la venta o el abandono de ellos para cubrir la deuda externa es políticamente imposible

Donde la alta deuda no es un problema manifiesto, especialmente en Corea del Sur, el deseo político de pagar parece derivarse en parte del éxito que tuvo el capital prestado en la contribución a la generación de la capacidad para pagar. El crear la capacidad para servir la deuda, también genera grupos de intereses de exportadores.

El hecho de que el régimen actual también estuviera en el poder durante la gran construcción de la deuda antes de 1982 parece afectar la legitimidad acordada para la deuda. Países con gobiernos autoritarios o democracias establecidas por largo tiempo, como Chile, Colombia, Méjico y Venezuela, parecen menos dispuestos a considerar la moratoria de interés y otras formas de repudio, que en países como Bolivia, Brasil y Perú, donde los regímenes democráticos reemplazaron recientemente a los militares. Los nuevos gobiernos democráticos en Argentina y Filipinas han elegido ser más cooperadores con los acreedores, aunque Argentina se atrasó en los pagos en 1985. No existen diferencias obvias en las propensiones de regímenes democráticos y autoritarios para buscarse dificultades con la deuda. No obstante, los regímenes democráticos parecen estar sistemáticamente menos deseosos de reconocer la legitimidad de una deuda incurrida por un régimen autoritario previo.

El Weimar germano era también una nueva democracia, creada en la revolución de 1918. Las reparaciones de 1920 pasaron a ser símbolos emocionales de victoria, derrota, justicia y culpabilidad, debido a que los Aliados buscaron, con las reparaciones, traspasar el costo de la guerra a los alemanes. La derecha más radicalizada en Alemania rechazó la legitimidad de las reparaciones, porque también rechazaba la legitimidad de la derrota alemana y del gobierno democrático que firmó el Tratado de Versalles. Los industriales indicaron una disposición de cooperar con las reparaciones, solo a cambio de una vuelta de la revolución socioeconómica, permitiéndole poner gran parte de la carga de las reparaciones en la clase trabajadora. Los socialistas, por el contrario, quisieron que las reparaciones las pagara alguna combinación de servicio laboral directo para la reconstrucción de Francia y la expropiación de propiedad de los alemanes acaudalados. Ellos sintieron que la revolución aceleró, aunque ciertamente no causó, la derrota de Alemania. Por lo tanto, los frutos de la revolución no deberían ser sacrificados por los pecados del régimen del Kayser, el cual era el enemigo común para socialistas y Aliados.

A principios de los años 20, Alemania no podía aumentar domésticamente los recursos para las reparaciones, porque el sistema político no podía resolver el conflicto sobre la parte de la economía política alemana que llevaría la carga (Feldman, 1977, 1982; Maier, 1975). En otras palabras, el problema de la reparación dentro de Alemania necesitó resolver los asuntos de derechos de propiedad y de distribución del ingreso. La resolución era imposible sin intervención de los Aliados en la ruptura del enfrentamiento entre socialismo democrático y autocracia capitalista en Alemania. Cuando los Aliados perdieron el control de la política económica de Alemania, negándose a hacer posible un *ser* de demandas, ellos también perdieron la habilidad para reforzar militarmente las reparaciones. Después de 1924 Alemania, efectivamente, era un deudor soberano. Una vez que los Aliados se abstuvieron, en 1919-1920, de inclinar la balanza política dentro de Alemania para favorecer decisivamente el trabajo o la industria a cambio de un compromiso sobre las reparaciones, probablemente no había manera de hacer políticamente legítimos los pagos de reparaciones. Alemania solamente les pagaría el monto en que la amenaza de fuerza o la oferta de beneficio económico, compensara la responsabilidad política. La desgana de Bretaña y Estados Unidos, para arriesgar un conflicto militar, significó luego que Alemania no tendría de hecho que transferir muchos recursos para reparaciones.

Los Aliados eran menos flexibles en las negociaciones que lo que son los acreedores hoy día, en parte debido a la carga emocional de la guerra y en parte a la intransigencia de América en relación a las deudas de guerra. Los acreedores de latinoamérica, hoy día, son principalmente bancos comerciales, no países victoriosos pero desgarrados por la guerra. Las firmas comerciales están organizadas para el propósito expreso de tener utilidades o pérdidas, en la medida que las decisiones de sus administradores sean buenas o malas. El pago completo o la moratoria completa definen el rango de resultados, pero ni los muertos de ciudades quemadas o la deuda de los EE.UU. definen un pago mínimo aceptable. Era políticamente imposible dejar que Alemania pagara menos de lo que tuvieron que pagar los Aliados europeos en sus deudas de guerra a los Estados Unidos. El concepto de un mínimo aceptable surgió de la década de los años 80, principalmente por el compromiso de los bancos comerciales en el sistema de pagos. Los gobiernos acreedores, especialmente los EE.UU., han insistido en que los deudores paguen lo suficiente para permitir a los reguladores mantener la ficción de que ningún banco grande es realmente insolvente. Desde 1985, la mayoría de los bancos, con unas pocas y notables excepciones, han construido capital suficiente para sobrevivir las principales bajas de la deuda latinoamericana, aun los gobiernos acreedores se esforzaron por demorar los escenarios en los cuales se desarrollarían estos hechos.

### 3. EL TAMAÑO Y FORMA DE LAS DEUDAS

La carga de la deuda externa de los países latinoamericanos varía ampliamente. Para evaluar la habilidad que tiene un país para manejar su deuda en el largo plazo, uno puede ver la relación de deuda de largo plazo, con respecto al producto nacional. La figura 1 muestra la situación en 1985; las proporciones no han cambiado mucho desde 1982. La medida deuda-producto no refleja totalmente la credibilidad financiera. Los bancos comerciales clasifican a Corea del Sur y Colombia como merecedores de crédito, con una deuda externa que iguala del 40 al 60 por ciento del PNB, ambos continúan sirviendo la deuda puntualmente y sosteniendo su crecimiento económico. Nigeria, por el otro lado, no puede lograr préstamos voluntarios debido a su lento crecimiento, alta dependencia del petróleo para exportar, y un registro de pagos pobre aun cuando su deuda es solamente un cuarto del PNB. El nivel de las tasas de interés internacionales también afectan el merecimiento de crédito por parte de los deudores. La composición de la deuda a niveles que son dificultosos en los años 80, ocurrió a fines de los años 70, cuando las tasas de interés reales eran muy bajas o negativos. A principios de los años 80 se presenciaron tasas de interés reales inusualmente altas y tasas de crecimiento inusualmente bajas; retorno de las tasas a niveles más típicos irían lejos de la restauración del mérito crediticio de países como Brasil, Méjico y Venezuela.<sup>1</sup> Sin embargo, actualmente, estos países no tienen acceso al crédito voluntario, y muchos bancos comerciales están dispuestos a vender sus préstamos con grandes descuentos. Aunque reconociendo la variedad de consideraciones que son relevantes, parece que la habilidad de largo plazo de un país para repagar, es cuestionable cuando la deuda excede la mitad del producto anual.

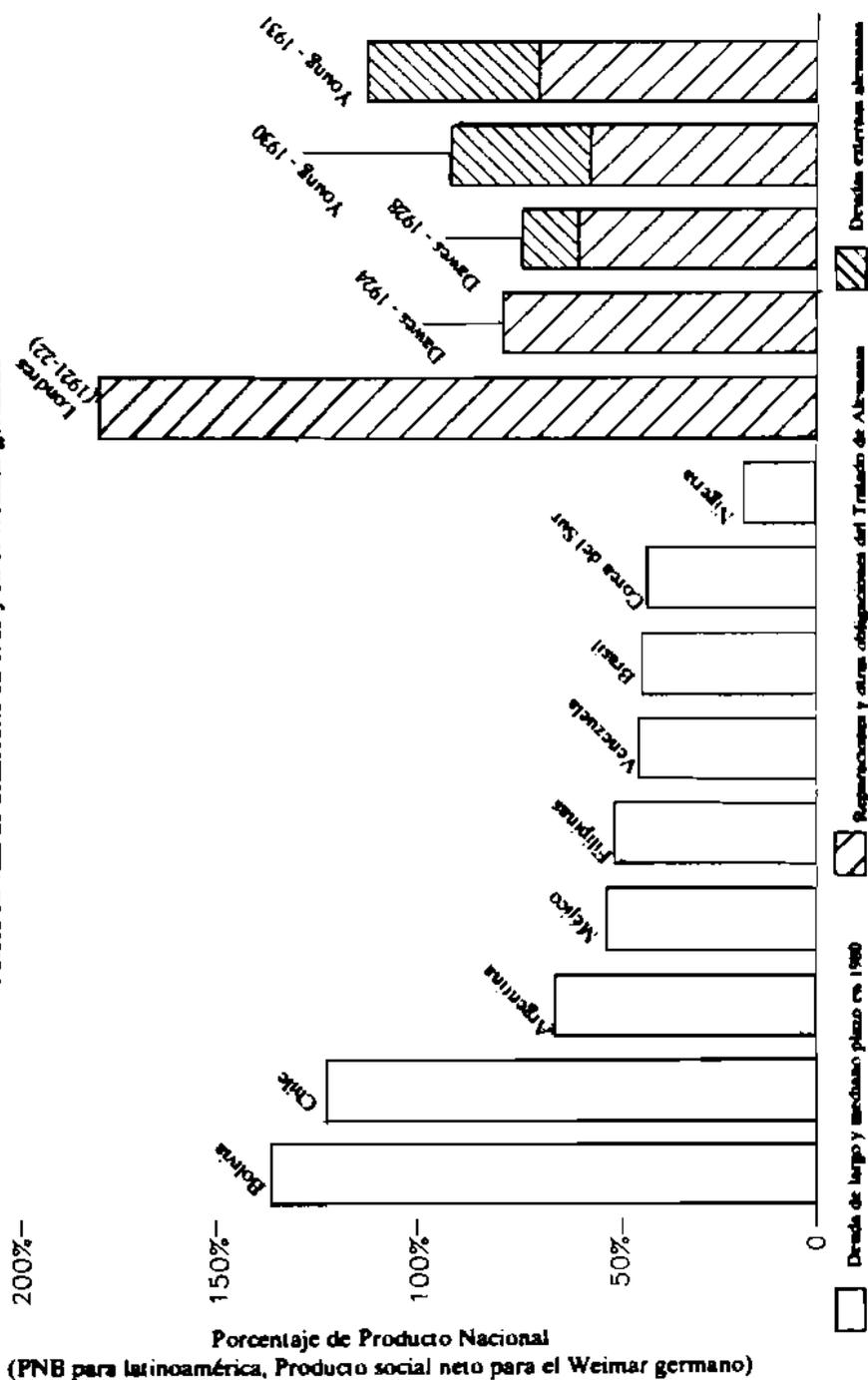
Muchos acreedores e investigadores usan la relación de servicio de la deuda a exportaciones, como el indicador clave de corto plazo de la carga deudora de un país. La figura 2 muestra las relaciones para los principales deudores de latinoamérica en 1985. Las reprogramaciones con Méjico, Argentina, Chile y Filipinas en 1986-87 han disminuido algo sus proporciones. Una regla común sostiene que el mérito crediticio requiere una razón deuda-exportación bajo el 20 por ciento, pero aun para propósitos de corto plazo, la razón puede dar una comparación errónea de cargas de deudas para los dos países. Por ejemplo, un país que se alimentó de comida importada y exportó principalmente productos manufacturados, hechos con materia prima y maquinaria importada, no podría usar tanto las ganancias de sus exportaciones para pagar el servicio de la deuda, como si fuera un país que hizo su propia comida y exportó productos primarios.

<sup>1</sup> Webb, 1987.

FIGURA 1

RELACIONES DEUDA A PRODUCTO

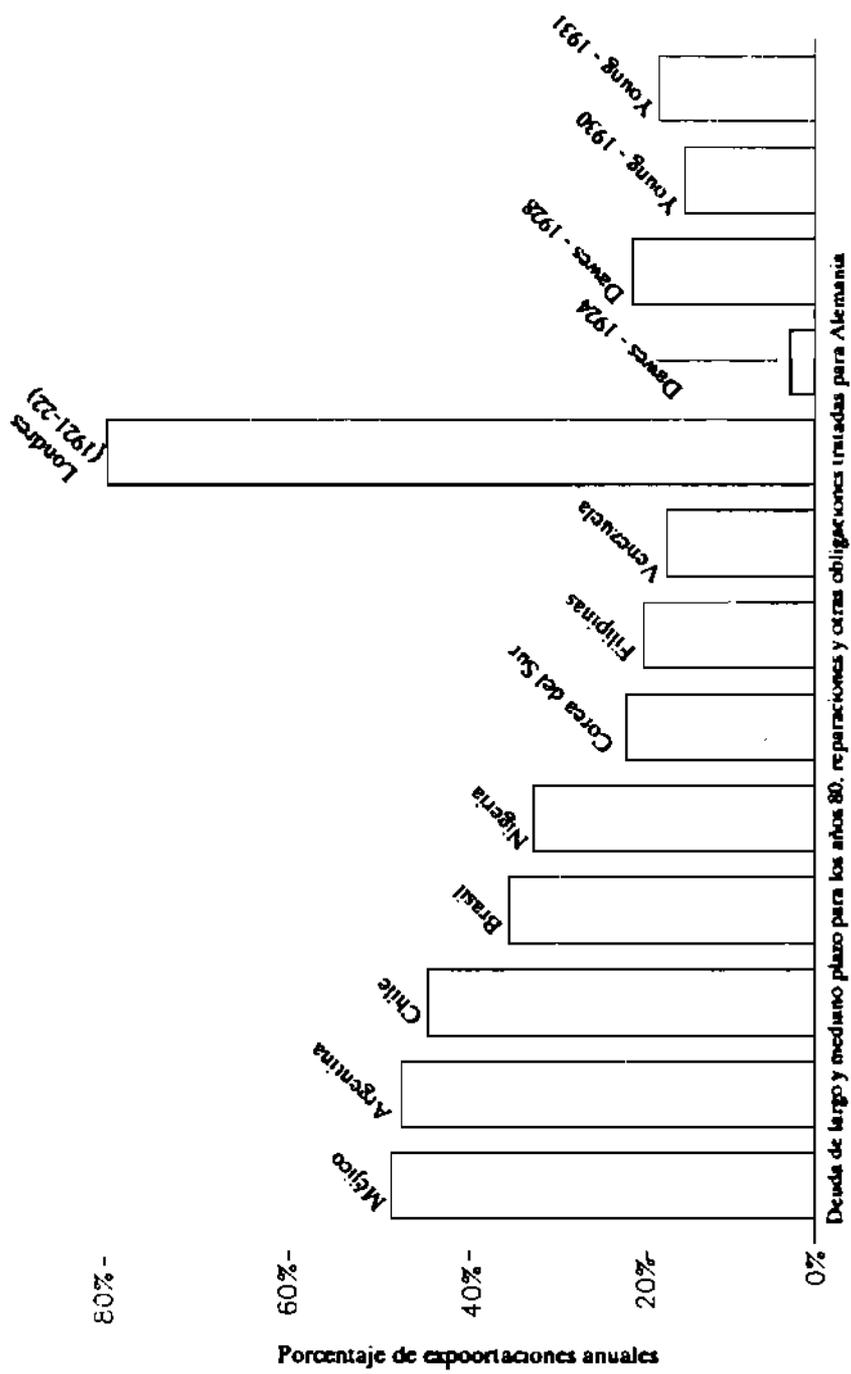
Países en vías de desarrollo en 1985 y en el Weimar germano



Fuentes: Banco Mundial, 1987; Webb, 1966; Bergman, 1977; Kindelberger, 1973; Harris, 1935; McNair, 1986; Mitchell, 1978; Bogart, 1931

FIGURA 2

**RAZON DEUDA - SERVICIO A EXPORTACION**  
**Países en vías de desarrollo en 1985 y en Weimar Germano**



Deuda de largo y mediano plazo para los años 80, reparaciones y otras obligaciones tratadas para Alemania

Fuentes: Banco Mundial, 1987; Webb, 1964b; Bergman, 1927; Kundelberger, 1973; Harris, 1935; McNeil, 1986; Mitchell, 1978; Burgart, 1931

La proporción de servicio de la deuda a producto mide la pena potencial de deuda para el deudor. Véase la figura 3. El sufrimiento es solamente el potencial en que los deudores pueden financiar alguno de los servicios y todos los "nuevos préstamos". Los paquetes de refinanciamiento cada dos o tres años, no solo cambian las tasas de interés y dilatan el pago principal, sino que también proporcionan, típicamente, el nuevo préstamo para financiar alguno de los servicios que se deben. Para los tres grandes deudores de latinoamérica (Argentina, Brasil y México), las transferencias han aumentado de  $2\frac{1}{2}$  a  $4\frac{1}{2}$  por ciento del PIB en 1983-87.<sup>2</sup> Consideremos ahora, en detalle, como las tres programaciones principales de la obligación de reparación de Alemania se comparan con la deuda latinoamericana, por medio de las mediciones modernas del peso de la deuda externa.

#### A. Programación de Londres: 1921-23

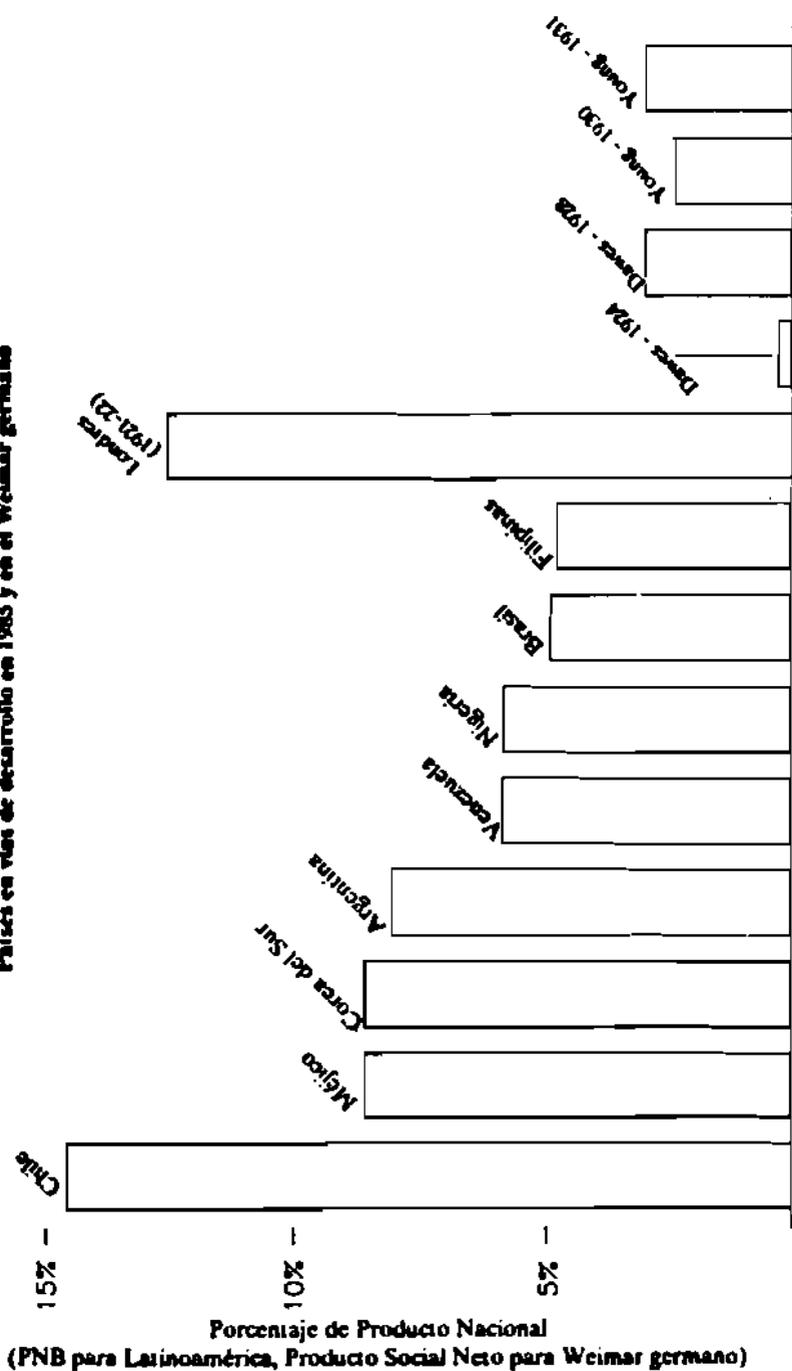
El Tratado de Versalles requirió que Alemania pagara reparaciones y otras obligaciones a los Aliados. El asunto de la reparación produjo tal contienda entre los Aliados que escribían el tratado, que se pospuso una decisión sobre la obligación total hasta 1921. En el entretanto, Alemania exportó carbón a Francia e hizo transferencias de varias cantidades de material de guerra y equipo de transporte cuyo valor fue estimado por los Aliados y Alemania, con resultados muy diferentes (Holtfreirich, 1980 p. 145). Al final de abril de 1921, los Aliados finalmente pusieron las reparaciones en la forma de una obligación financiera internacional, comparable con la deuda actual de los PED. Cuando se reunieron en Londres, decidieron que Alemania debía un total de 132 billones de marcos de oro, y fijaron un programa de pagos. El marco de oro (*GM*) era una unidad de cuenta igual al valor del oro antes de la guerra, el cual era US\$0,238, desde que el dólar se mantuvo sobre la medida del oro. Sin embargo, siendo más realistas, Alemania sólo debía empezar sirviendo 50 billones de *GM* de la deuda, pagando dos billones de *GM* anuales más 26 por ciento de sus rentas por exportaciones. Esto totalizaría, inicialmente, aproximadamente tres billones de *GM* por año, cubriendo cinco por ciento de interés sobre los 50 billones de *GM* y uno por ciento de amortización.

A medida que la capacidad de pago de Alemania creció, los pagos también crecieron, aunque a una tasa más baja, los otros 82 billones de *GM* de la obligación principal no tendrían interés y no necesitarían servicio hasta que los primeros 50 billones de *GM* fueran amortizados, alguna vez en la segunda mitad del siglo. Mientras esto parecería hacer totalmente irrelevante los 82

<sup>2</sup> Transferencias netas igualan el pago de interés menos el aumento en la deuda externa por pagar. John Sammis hizo estos cálculos con información y estimación del DRI. Para el Baker 15 las transferencias netas han promedioado 2,4 por ciento del PIB por año.

FIGURA 3

**RAZONES DEUDA - SERVICIO A PRODUCTO**  
Países en vías de desarrollo en 1985 y en el Weimar germano



Deuda de largo y mediano plazo para los años 80, reparaciones y otros gastos limitados para Alemania.

Fuentes: Banco Mundial, 1987; Webb, 1986b; Bergman, 1973; Kindleberger, 1973; Harms, 1935; McNeil, 1986; Mitchell, 1978; Boyart, 1971.

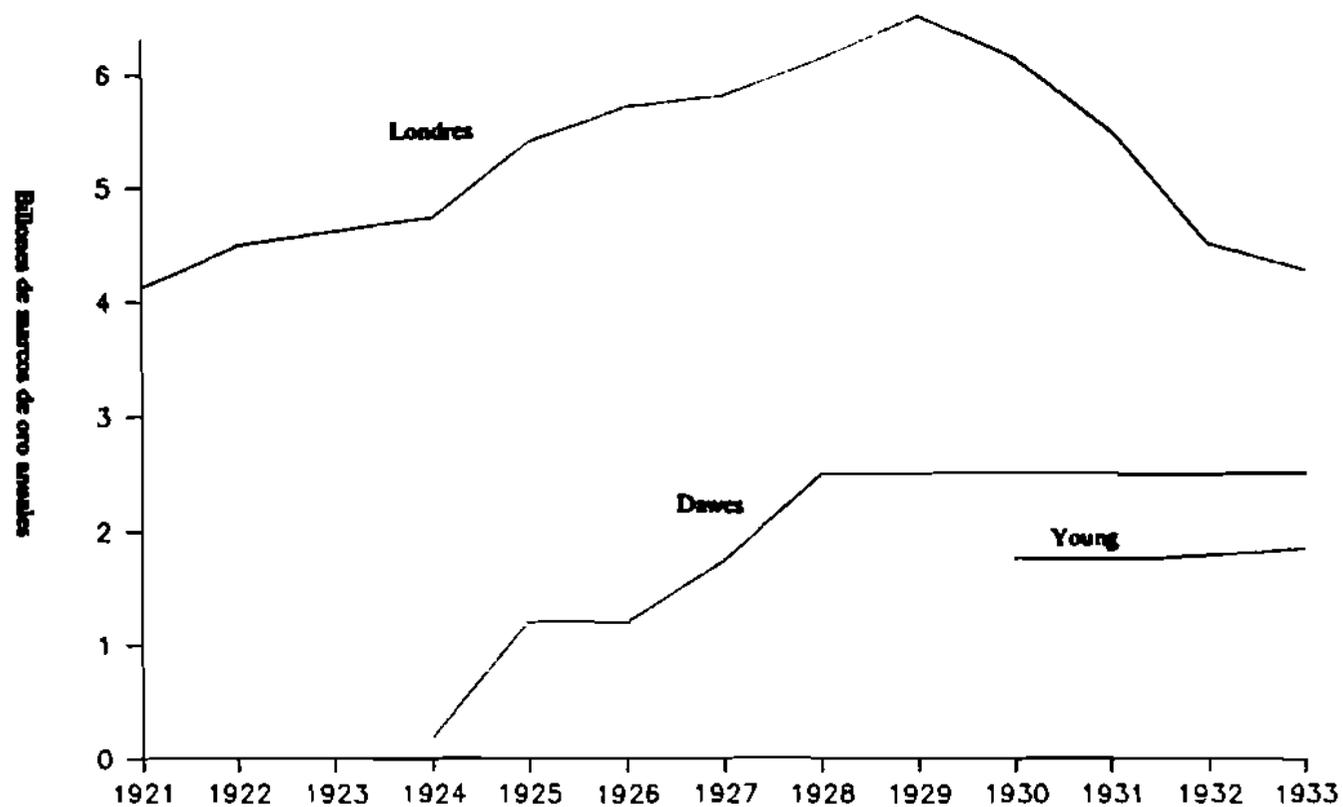
billones, esa segunda parte de las obligaciones redujeron el incentivo de Alemania para pagar los primeros 50 billones de *GM*. Las obligaciones de pago de reparaciones fueron definidas en oro, lo cual era equivalente a dólares hasta 1933. Esto significó que la inflación doméstica no hizo nada directamente, para reducir la deuda y que la deflación de los precios en dólares de los bienes transables en los años 20 y los 30, como en los años 80, aumentaron el valor real de una obligación fijada en divisas nominales.

Además de las reparaciones, estrechamente definidas, Alemania debía, aproximadamente, un billón de *GM* por año por otras obligaciones, tratadas igual que los costos de ocupación y acuerdos de deudas privadas anteriores a la guerra. Estos pagos constituyeron un oneroso gravamen sobre el tesoro, del mismo modo que las reparaciones, y en 1922 fueron incluidas en las negociaciones de reparación. La línea superior de la figura 4 muestra que la obligación alemana habría aumentado con las exportaciones a través de los años 20 y luego caído después de 1929, si el Programa Londres se hubiera mantenido en efecto.

Aunque las obligaciones de reparación fue especificada en oro por el Programa Londres y por las políticas de reparación subsecuentes Alemania tuvo que hacer porciones de los pagos con medios distintos a las divisas. El Tratado de Versalles requirió que Alemania hiciera remesas de carbón, productos químicos, ganado, madera, equipo de ferrocarril y una larga lista de otros materiales. Estos continuaron bajo el Programa Londres, con estimaciones de su valor acreditado hacia la obligación monetaria total de Alemania. El Acuerdo de Wiesbaden del verano de 1921 expandió las distribuciones en clases, para incluir una variedad de contratos de construcción y materiales para la reconstrucción de partes de Francia dañadas durante la guerra. La mayoría de los bienes fueron producidos o poseídos por firmas privadas y el gobierno alemán los compensó al valor de mercado.<sup>3</sup> El cargo de los pagos en especies eran aproximadamente el mismo, por marco, que los pagos en divisas (véase también Keynes, 1922 pp. 97-99; McNeil, 1986, p. 102). Aunque las remesas en especies podrían haber alcanzado algunos mercados internacionales, que de otro modo eran inaccesibles, y pasado algunas barreras comerciales, los otros efectos de la reparación, en especies, las hicieron más onerosas que las obligaciones en efectivo. Por ejemplo, el crédito para la cuenta de indemnizaciones de remesas en especies era el precio doméstico alemán multiplicado por el tipo de cambio, en vez del precio de mercado internacional, el cual aumentó la carga sobre Alemania, debido a que el marco fue valorado bajo la paridad del poder de compra. Ha habido algunas discusiones en la conversión de la deuda actual de los PED en obligaciones para los grupos exportadores de

<sup>3</sup> Las firmas privadas en el país receptor pagarían a su gobierno por los bienes amortizados, si los bienes no iban directamente al gobierno o alguna de sus empresas, y la cuenta de amortizaciones sería acreditado con el valor del pago.

**FIGURA 4**  
**DEMANDAS DE REPARACION ALEMANA**  
**baajo tres programaciones**



Fuentes: Webb, 1966b; Bergman, 1927; Bogart, 1931.

bienes como petróleo. Los acuerdos propuestos difieren de los pagos alemanes en especies, porque ellos convertirían completamente parte de la obligación en divisas a una obligación en bienes, haciendo que los acreedores asuman el riesgo de futuras fluctuaciones en el precio de los bienes. Alemania, por otra parte, aun tenía la misma deuda en oro, pero debía exportar cuotas mínimas de ciertos bienes para ciertos países.

Un tercer canal de pago de reparación, además de dinero y bienes, era un impuesto especial a las importaciones de 26 por ciento, que impusieron los Decretos de Rescate de las reparaciones en Francia y Gran Bretaña, sobre los bienes alemanes en 1921. Las rentas eran acreditadas a la cuenta de reparación alemana. No está claro cuán rigurosamente fueron recaudados los impuestos, aunque fueran aparentemente más importantes para Gran Bretaña que para Francia (Bogart, 1931, p. 37; Trachtenberg, 1980, p. 197). Obviamente, estos impuestos desalentaron los cambios necesarios en la balanza comercial para efectuar la transferencia de reparaciones y, probablemente, para poner más de la carga de las reparaciones sobre los consumidores Aliados. Si los Aliados hubieran estado seriamente interesados en el aumento de las transferencias por reparaciones, habría tenido más sentido haber puesto sobrecargas sobre los bienes que iban hacia Alemania, a pesar de la oposición resultante de los intereses de los exportadores Aliados.

No obstante el largo plazo de la deuda alemana de reparación, la figura 3 muestra que las peticiones de pagos en el Programa de Londres estaban sobre el 12 por ciento del producto en 1921-22.<sup>4</sup> Eran demasiado grandes para hacer una transferencia, ya sea por razones internacionales o domésticas. Los pagos demandados en la Programación Londres fueron de un 80 por ciento de los ingresos por exportaciones en 1921-22 o aproximadamente dos tercios de las importaciones.

La figura 2 muestra que esto es extraordinariamente alto, comparado con los principales deudores de hoy día, cuando las tasas de servicio de la deuda superiores al 20 por ciento producen descontento. Ningún cambio plausible en el tipo de cambio real o del ingreso imponible de Alemania podría hacer caer las importaciones sobre el 60 por ciento especialmente desde las importaciones de materias primas -cobre, lana y algodón- fueron necesarios para exportaciones alemanas de mayor categoría. Las grandes transferencias solamente eran posibles si los Aliados aumentaban enormemente sus compras de bienes alemanes, pero ellos no estaban preparados para recibir la transferencia.

<sup>4</sup> El producto neto social alemán era 35-40 billones de marcos en precios de 1913, pero la devaluación del marco lo hizo equivalente solamente a 30 millones GM aproximadamente. Witt, 1974, p. 424; Holtfrich, 1980, pp. 22-23, 221.

(Thachtenberg, 1980, p. 173). Los pagos eran solamente 0,9 por ciento del PNB combinado de EE.UU., Bretaña y Francia en 1921-22. El servicio de la deuda para PED altamente endeudados está en el mismo juego hoy día -0,8 por ciento del PNB combinado de EE.UU., Japón y Alemania Occidental en 1985.<sup>5</sup> Fue la época, más que el tamaño de la reparación, lo que creó los problemas a los Aliados, que estaban en el seno de una depresión en 1921. Aunque no era económicamente imposible para el gobierno alemán en el largo plazo, aumentar internamente el volumen de recursos demandados por el Programa Londres, les faltó el tiempo y el poder político para hacerlo. Investigaciones recientes muestran que los impuestos aprobados en 1920 habrían aumentado levemente más que la renta suficiente para cubrir los gastos domésticos si la estabilidad de precio, que comenzó con la reforma impositiva en 1920, hubiera continuado a través de la primavera de 1922, para darle tiempo a los flujos de impuestos que fueron recaudados con rezagos a que terminaran el trámite. Las inversiones domésticas del gobierno ascendían a 6 billones de *GM* con precios estables en 1920-21 (Webb, 1986b). Luego se tendría que aumentar bastante el impuesto, para aumentar lo suficiente la renta y pagar las reparaciones inmediatamente sin préstamos. La obligación repentina de tal aumento en el impuesto, probablemente causó una depresión y requirió políticas fiscales aún más severas para aumentar el excedente fiscal destinado a cubrir las reparaciones.

Además, los impuestos crecientes de 60 por ciento para el propósito del pago de reparaciones no eran posibles en el sentimiento democrático de los inicios del Weimar germano. Después de un poco más de un año de estabilidad de precios, los esfuerzos de Chancellos Wirth para aumentar los impuestos de verano de 1921 fracasaron, y luego se volvió a una inflación rápida (Webb 1986a). Un deudor en una situación similar, hoy día, probablemente debe hacer una reforma fiscal modesta (un programa de FMI) a cambio de una repositiva efectiva de la mayoría de las obligaciones de indemnización hasta que haya crecido la capacidad de pago del deudor. En ese, entonces, como ahora, habían problemas políticos en el logro de acuerdos para resistir, pero ello no fue tratado en 1921.

## B. El Plan Dawes

El Comité Dawes fue establecido durante la crisis de la hiperinflación y la crisis de Rhur en el otoño de 1923 y en la primavera de 1924; después de la estabilización, tuvieron listo el plan propuesto. La desorganización del período hizo necesario tomar decisiones precipitadas e hizo imposible determinar, exactamente, lo que podría pagar Alemania. Consecuentemente, el plan fue

<sup>5</sup> Mitchell, 1978, pp. 411, 416; Mitchell, 1983, p. 889. Banco Mundial, 1987; FMI, IFS, 1987.

considerado, desde el principio, solo un expediente de mediano plazo, el cual permitiría la evolución de un entorno más estable donde las partes podrían acordar un ajuste permanente (Bogart, 1931, pp. 11-25 y Bergmann, 1927, pp. 29-24). Aunque la carga de los pagos Dawes, después de 1928, era similar a los cargos de las deudas actuales de los PED; el largo de los períodos de gracia y la reducción del porcentaje del programa previo fueron excepcionalmente generosos, medidos por patrones actuales. El plan Dawes ofreció una moratoria sobre las reparaciones y una gradual reanudación de los pagos hechos por Alemania, facilitándoles un préstamo —un bono emitido privadamente y endosado públicamente en Nueva York, que cubrió la mayor parte del pago de la Primera Guerra. Los pagos aumentaron su nivel hasta que alcanzaron aquel de equilibrio durante 1928, como se muestra en la figura 4.<sup>6</sup> El nivel fijo de pagos bajo el Plan Dawes era menos que la mitad de el Programa Londres. Debido al vínculo explícito para las exportaciones—26 por ciento—el programa de pagos Londres había crecido sobre los 5 billones de marcos en 1928, más los gastos de no-representación del tratado. El Plan Dawes, por otro lado, necesitó un total de anualidades de 2.5 billones de Reichsmarks (equivalente en marcos de oro) que empezó en 1928. Las anualidades reemplazaron los gastos de no reparación del tratado, como también los pagos bajo el Programa Londres. Los pagos fueron atados a fuentes de renta específicas del gobierno alemán. El plan Dawes dio lugar a una revisión de los pagos con posterioridad a 1929 si es que aumentaba la prosperidad alemana—como se indicó por un índice compuesto de comercio exterior alemán, inversiones domésticas del gobierno, tonelaje de carga de ferrocarriles, consumo de bienes de lujo (valor del tabaco, azúcar, cerveza y alcohol), población total y consumo de carbón per cápita. Los pagos aumentarían en la mitad del porcentaje de aumento en un cierto índice de prosperidad durante 1929/30 - 1933/34 y en el porcentaje total del aumento posterior (Bergmann, 1927, pp. 230-52). Tales revisiones sobre el aumento nunca ocurrieron.\*

Comparando los cargos de la deuda sobre los PED, financieramente aporreados hoy, la carga del Plan Dawes aparece lo suficientemente alta como para causar dificultades, pero severamente extremas o imposibles. Véanse, las figuras 1, 2 y 3.<sup>7</sup> La figura 5 muestra cuán rápidamente fueron creciendo las exportaciones en relación a las reparaciones en la era Dawes. El crecimiento continuo en la economía mundial habría hecho posibles los pagos del programa de Dawes, aunque el déficit comercial de Alemania, también evidente en la figura 5, siguió siendo un problema.

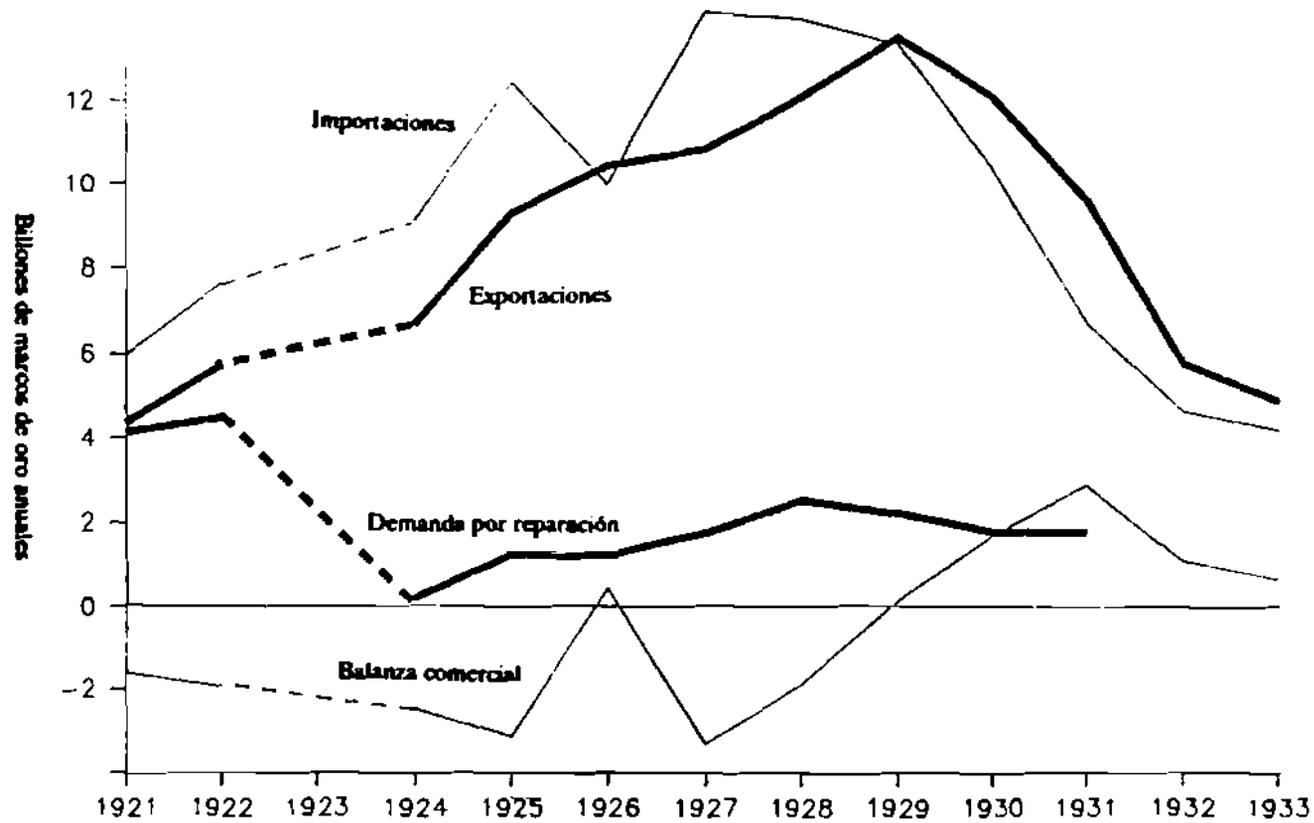
<sup>6</sup> La figura 4 muestra los pagos de 1924 en el Plan Dawes, neto del préstamo.

\* N. del T. *Upwards revisions* en el original en inglés.

<sup>7</sup> Para el Plan Dawes, el principal fue contabilizado en el cálculo de valor presente descontado para 1924 y 1928, suponiendo anualidades de 2.5 billones de GM para siempre después de 1928, siendo descontada al 5 por ciento anualmente.

FIGURA 5

**EXPORTACIONES ALEMANAS, DEMANDAS POR IMPORTACIONES Y REPARACION  
comparada con obligaciones de reparación y transferencia**



### C. El Plan Young

Al igual que el Plan Dawes, el Plan Young redujo bastante la carga sobre Alemania. Las anualidades empezarían bajo 1,8 billones de *GM* y aumentarían a 2,4 billones en 1966. Entonces estarían por otros 20 años a un nivel bastante reducido.<sup>8</sup>

La figura 4 muestra que las anualidades que se debían bajo el Plan Young eran menores que las de los programas anteriores. Pero a medida que el Plan Young se hacía efectivo en marzo de 1930, retroactivo para septiembre de 1929, las exportaciones y el producto iban cayendo, de modo que la carga se mantuvo alta y creciente. Las figuras 1, 2 y 3 muestran las proporciones para el programa Young en 1930. En 1932 el ingreso y las exportaciones cayeron a 60 y 48 por ciento de sus niveles en 1928 (Mitchell, 1978, pp. 304, 411). El Plan Young incluyó un préstamo externo de largo plazo de 1,26 billones de *GM*, aliviando la carga sobre Alemania.

El Plan Young se originó explícitamente en la idea de dar flexibilidad en el corto plazo, sin llevar a una reducción en el valor presente de la carga sobre Alemania. En caso de depresión, dos tercios de las anualidades podrían ser pospuestas, con no más de 5,5 por ciento de interés. Con la deflación y la tasa nominal baja que, presumiblemente, prevalecería en una depresión, la postergación acarrearía una penalidad modesta en términos de valor presente real de la obligación.

Para manejar las mecánicas de pago, el Plan Young estableció el Banco para Convenios Internacionales, una institución más comercial y menos política que la que existió bajo los regímenes de Londres o Dawes. Para el Banco, Alemania daría certificados de deuda correspondiente a las anualidades. En contraste con que la tercera parte de la obligación no era aplazable, los gobiernos acreedores estarían habilitados para emitir bonos de largo plazo, algo que Francia deseó por 10 años. El Banco también podía dar financiamiento de corto plazo para ayudar a Alemania a hacer sus pagos y juzgaría cuando Alemania podría diferir parte de las anualidades programadas.

El Plan Young también cambió las reparaciones para que fueran más parecidas a obligaciones comerciales, organizando pagos en especies y terminando con los impuestos especiales que ponían Francia e Inglaterra a sus

<sup>8</sup> En un apéndice del Plan Young, los Aliados europeos establecieron explícitamente su deseo de reducir las obligaciones por reparación de Alemania al mismo tiempo que EE.UU. acordara reducciones de las deudas interaliadas. Las reducciones serían  $\frac{2}{3}$ :1 hasta 1966 y 1:1 después. Esta estrategia sobrepasó la posición oficial de EE.UU. y aquellas reparaciones y deudas de guerra no estarían ligadas. De cualquier modo, por medio del establecimiento del Plan Young, EE.UU. acordó, prácticamente, reducir las deudas de guerra en la medida que se cumplieran las obligaciones de reparación.

importaciones provenientes de Alemania, los Decretos de Rescate de Reparación.

Para apreciar totalmente la situación de Alemania, uno también debe considerar la deuda de no-reparación que ellos tenían a fines de los años 20 y principios de los años 30. Aunque excepto, como las Tablas de Deuda del Banco Mundial, dan números estandarizados para los años 20; algunas cuentas dan estimaciones aproximadamente consistentes. En 1929, Alemania se endeudó en 12 a 15 billones de marcos al extranjero (valorados en oro), y en 1931 la deuda aumentó a 25 billones aproximadamente.

El sector público constituyó solamente alrededor de un tercio del endeudamiento externo de Alemania en 1928, pero la deuda del gobierno aumentó en importancia a dos tercios en 1929-1931 y pasó a ser más de corto plazo. Las cargas adicionales, mostradas en la figura 1 con barras sombreadas, hacen la combinación de reparaciones y deuda externa, mayor que la mayoría de las cargas latinoamericanas.<sup>9</sup>

#### 4. CONFLICTOS DE POLITICAS MACROECONOMICAS

El pago de reparaciones o servicios de la deuda requiere que el gobierno deudor elija entre cierto menú de acciones de política macroeconómica. A menos que confisque directamente las divisas o los bienes, el gobierno deudor necesita aumentar las rentas de la economía interna, y usarlas para adquirir los bienes o divisas en las cuales son denominadas, las obligaciones externas. Para aumentar las rentas, el gobierno puede poner impuestos, pedir prestado, o imprimir dinero. Para aumentar las divisas del gobierno para comprar, la economía debe tener un excedente de exportaciones o pedir prestado. La forma que tome el financiamiento doméstico determina, en gran parte, aquella que tome el financiamiento internacional.

Los impuestos crecientes para compensar un aumento del servicio de la deuda obviamente aumenta las rentas internamente. Tales impuestos también contribuyen al excedente comercial, a medida que deprime la demanda y el ingreso agregado, y así, disminuye la demanda por importaciones<sup>10, 11</sup>. Este es

<sup>9</sup> Bort 1967, pp. 18-19; Kindleberger 1973, p. 138; C.F. Harris 1935, pp., 7-14; ya que no sabemos la tasa a la cual la deuda de no-reparación debía ser servida, no se muestra en las figuras 2 y 3.

<sup>10</sup> Si las reparaciones o el servicio de la deuda fueran distribuidos en la economía acreedora de un modo que estimulara su demanda de importaciones, entonces el deudor enfrentaría un aumento en la demanda de exportaciones que tendería a compensar el efecto depresivo del aumento del impuesto y puede hacer caer el ingreso en la economía deudora innecesariamente en el corto plazo. Ni Alemania, en los años 20, ni los deudores de Latinoamérica en los años 80 enfrentaron tal situación.

<sup>11</sup> Aunque el argumento se podría derivar de la Teoría General de Keynes de los 30, Bertil Ohlin lo presentó actualmente en una crítica al argumento de la pre-Tesorería General de Keynes, de que los cambios en los términos de intercambio pueden hacer imposible que Alemania pague las reparaciones. Véanse, Ohlin 1929 y Keynes 1929.

el tipo de política recomendada en un programa tradicional del FMI y como lo fue por la comisión de reparación Aliada. Mientras el deudor tiene un superávit comercial, el Banco Central puede comprar divisas para pagar a los extranjeros sin depreciación del tipo de cambio. En efecto, esto es precisamente lo que hace el Banco Central si está fijando el tipo de cambio.<sup>12</sup> La situación de corto plazo de hacer la transferencia con desempleo se transforma en un equilibrio de largo plazo con pleno empleo cuando los salarios reales caen lo suficiente para causar una caída en los precios de los no transables, empeorando los términos de intercambio para llevar a un superávit comercial adecuado, aun con un nivel de producto de pleno empleo.<sup>13</sup>

La estrategia de austeridad fiscal es, a menudo, políticamente insostenible, porque en la práctica hace caer los ingresos y conduce a una distribución menos igualitaria. Méjico y Brasil siguieron la estrategia de austeridad fiscal en sus programas del FMI de 1983, como una primera reacción a la crisis de la deuda. Argentina siguió una versión modificada de la restricción fiscal al principio de su plan Austral en 1985-86. Los paneles anteriores de las figuras 6, 7, 8 muestran la reducción temporal de los déficit. Los déficit fiscales de Méjico aumentaron nuevamente en 1984; así también pasó con Brasil, según la mayoría de las estimaciones, no obstante la retórica del Plan Cruzado. Argentina está luchando por alcanzar los objetivos fiscales del Plan Austral.

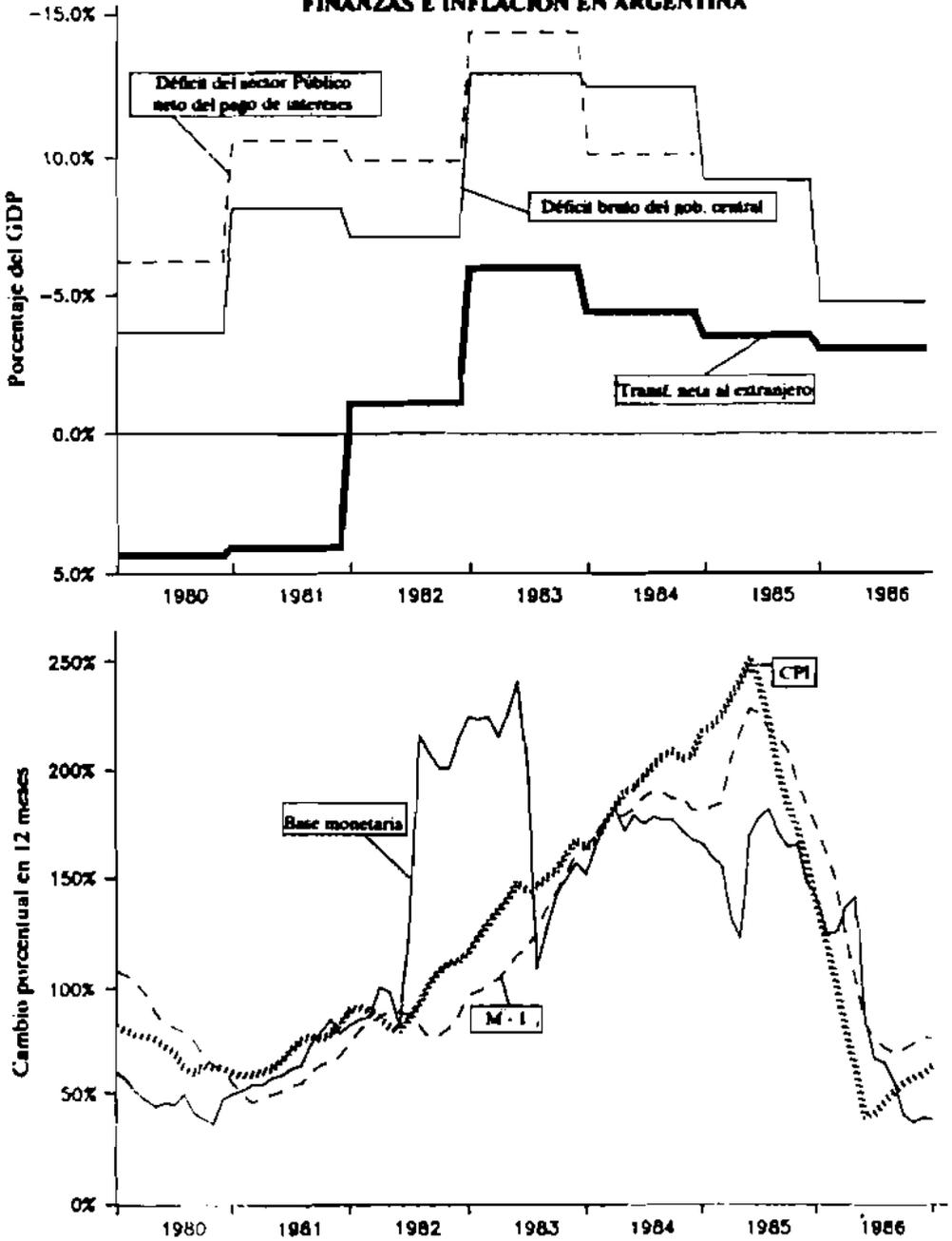
Alemania aumentó los impuestos para cubrir los gastos de reparación en el primer par de años posteriores al establecimiento del Plan Dawes y del Plan Young. Por supuesto, en 1924-25 los pagos sobre el Plan Dawes aún eran bajos. En 1930-31 la profundidad de la depresión hizo aumentar los déficit presupuestarios, pero el gobierno estaba haciendo variaciones de política que habrían aumentado el excedente con producto de pleno empleo. La contracción fiscal de Brüning, en el contexto de una depresión mundial, era más rigurosa que cualquier cosa en la década de los años 20 o en los años 80 en latinoamérica, aunque su motivación incluyó otros factores distintos a la reparación (James, 1984). Los grandes déficit gubernamentales, aumentando levemente en términos nominales y casi doblándose como una fracción del PNB, fueron los resultados del colapso de la economía. Alemania redujo sus programas de gasto y aumentó sus tasas impositivas, pero aun con niveles menores de beneficios aumentaron los egresos para el aligeramiento del desempleo, de tal modo que la cuarta parte de la fuerza laboral perdió sus trabajos. De acuerdo

<sup>12</sup> El aumento de impuesto necesario para inducir el superávit comercial puede ser más o menos que el aumento necesario para aumentar los recursos domésticamente.

<sup>13</sup> Esto supone, por supuesto, que las condiciones estándar de estabilidad se mantienen en el mercado de divisas -la condición Marshall-Lerner-Samuelson.

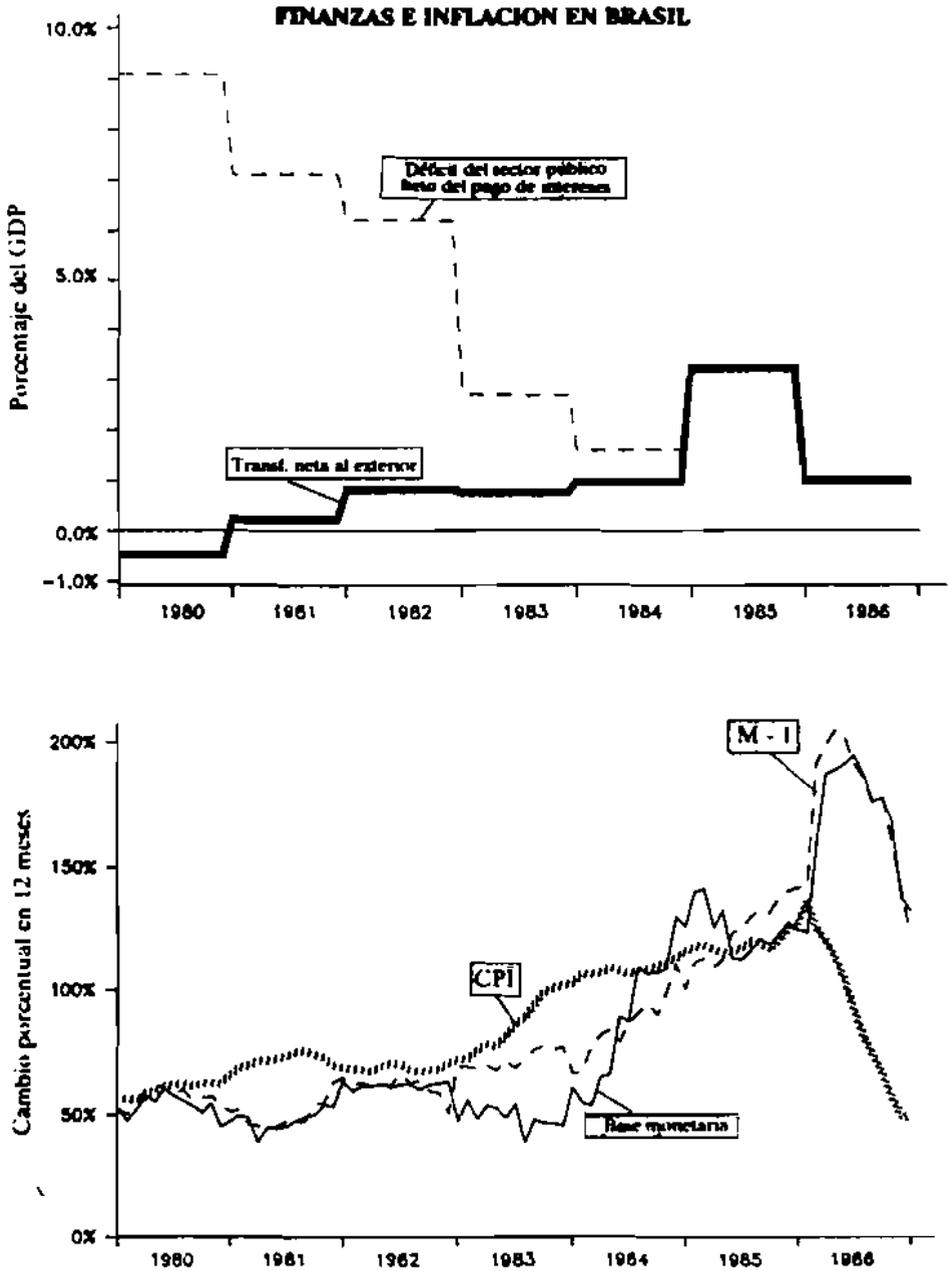
FIGURA 6

FINANZAS E INFLACION EN ARGENTINA



Fuentes: Resca y Van Trotsenburg, 1987; DRI IJX Database; DRI Latin America Database; DRI Latin America Review, 1987; III; World Bank 1987; IMF IFS 12/1987.

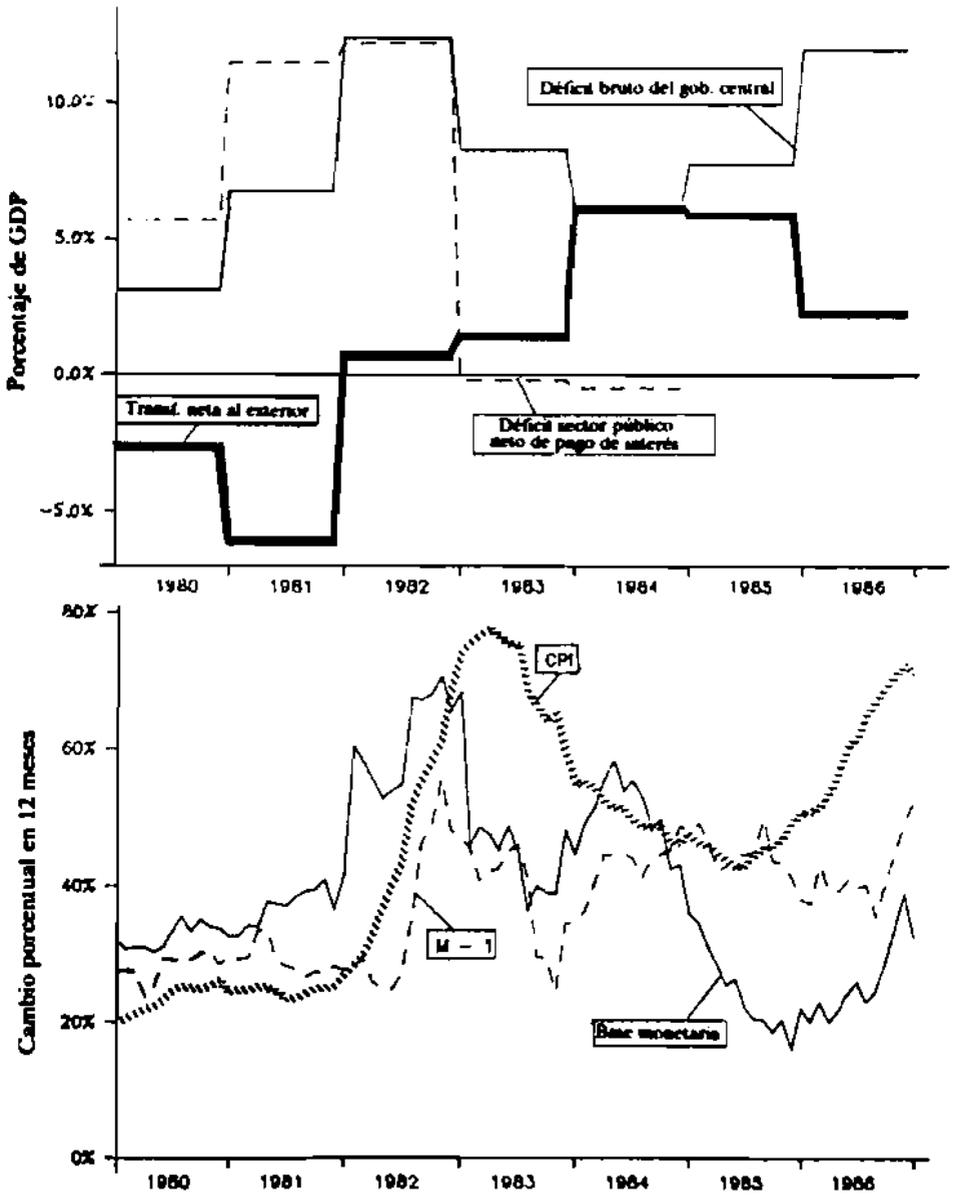
FIGURA 7



Fuentes: Reisen y Van Troseburg, 1987; DRI I.D.C. Database; DRI Latin America Database; DRI *Latin America Review*, 1987: III; World Bank 1987; IMF IFS 12/1987.

FIGURA 8

FINANZAS E INFLACION EN MEJICO



Fuentes: Reizen y Van Trotsenberg, 1987; DRI LDC Database; DRI Latin America Database; DRI Latin America Review, 1987: III; World Bank 1987; IMF IPS 12/1987.

a estimaciones hechas por el Banco de Convenios Internacionales, además las rentas de impuestos en Alemania habrían caído nuevamente en 40 por ciento, en 1929-31 sin que el gobierno hubiera aumentado las tasas (315, 1931, p. 10-12). A pesar de las rebajas de salarios y precios de 21 y 30 por ciento desde 1929 y 1931, las exportaciones alemanas cayeron 34 por ciento, en términos de moneda oro (computados logarítmicamente Mitchell, 1978, pp. 73, 304, 390). Fue la caída más profunda del ingreso alemán y de la demanda por importaciones que logró el superávit comercial de Alemania; ello se muestra en la figura 5.

La oposición política a una solución que envuelve la austeridad usualmente aumenta más rápido que lo que la economía puede deflactar a un nuevo equilibrio de pleno-empleo. En los años 30, los EE.UU. obligaron a los Aliados a aumentar las recaudaciones por reparaciones antes que los alemanes se dieran por vencidos en su "ajuste del cinturón" para enfrentar la depresión. Sólo después de que Hitler tomara posesión en 1933, se empezaron a dar estímulos fiscales a la economía. En los años 20 y en los años 80 en Latinoamérica, por el contrario, uno ve el patrón más típico de continuidad gubernamental para pagar a los acreedores extranjeros, aunque presionando con políticas para el estímulo fiscal doméstico.

El endeudamiento es la segunda manera por la que un gobierno deudor puede aumentar sus rentas internamente. Si se cambia un impuesto a financiamiento con déficit de los pagos constantes externos, la rebaja del impuesto estimula la demanda agregada, aumentando el ingreso disponible, el cual disminuye las exportaciones netas. Pero si el gobierno aumenta el endeudamiento para compensar un aumento de las transferencias al exterior, no hay un efecto directo sobre el ingreso disponible, y el primer efecto doméstico es una tasa de interés más alta, evitando la inversión. Con una política monetaria inalterada, el aumento en la deuda del gobierno sube la tasa de interés la cual atrae divisas por dos vías. La tasa de interés más alta desalienta la inversión, deprime la demanda, disminuye el ingreso, y reduce las importaciones. También atrae capital del mercado internacional para el mercado doméstico del deudor.

Las figuras 6a y 8a muestran que los déficit del gobierno en Argentina y Méjico aumentaron por sobre 10 por ciento de PIB en unos pocos años; aquellos niveles no eran sostenibles. El déficit brasileño se mueve en otra dirección, pero parece reflejar anomalías de definición. En Brasil y Méjico a mediados de los 80, tasas de interés reales altas deprimieron la demanda interna y algunas veces tuvieron éxito en atraer la repatriación de la fuga de capitales.

Para Alemania, las afluencias de capital extranjero en 1920-21 y 1926-29 fueron las primeras fuentes de divisas.<sup>14</sup> El gobierno central no podía detenerse en el endeudamiento de gobiernos locales para trabajos privados y públicos en 1926-29, y los acreedores foráneos estaban impacientes por prestar (Hertz-Eichenrode en 1982, pp. 81-204, Mc Neil, 1986, capítulo 4). Aunque ellos estaban conscientes de que los déficit podrían deteriorar la habilidad de Alemania para estar en el programa Dawes, hay poca evidencia de que el gobierno central alentara el gasto deficitario para sabotear el plan Dawes "La fuerza básica de acción detrás de la política de gobierno era, ciertamente, su necesidad política para encontrar las demandas de una economía en crisis" (Mc Neil, 1986, p. 117, véanse también capítulos 4 y 6; Hertz Eichenrode, 1982, pp. 215-222). Aunque era políticamente imposible luchar por la austeridad fiscal, para el propósito del pago de reparaciones, el gobierno central alemán, algunas veces, provocó la ira de los gobiernos locales y estatales por sus esfuerzos para restringir su deuda externa. Los acreedores extranjeros (Bancos de Nueva York que suscribían los préstamos) se combinaron con los gobiernos alemanes locales para burlar el proceso oculto del préstamo. En otras ocasiones, los deudores usaron su fuerza política o la aflicción financiera para convencer al gobierno central se les permitiera endeudarse (Mc Neil, 1986, pp. 59-64). Con las tasas de interés altas por las cuales Alemania atrajo capital extranjero, el repago sería posible sólo bajo condiciones favorables; aún tan tarde como el verano de 1929, algunos expertos consideraron aquellos escenarios (Born, 1967, p. 16; Angell, 1932, pp. 356-61).

Alemania se endeudó con una deuda que vencía más tempranamente que lo que podían financiar los proyectos, y la acumulación de deuda hizo caer el sistema en 1929. Por ese entonces, Alemania se endeudó por sobre los 13 billones de *GM*, de los cuales debían pagar, anualmente, un billón o más en el servicio de la deuda, además de las reparaciones. A menudo, la deuda de corto plazo financió un gasto social contra cíclico o la conclusión de proyectos de construcción públicos, para los cuales las municipalidades no adquirieron el financiamiento suficiente de largo plazo. (Mc Neil, pp. 218-19, 240-44). Debido a que la deuda de corto plazo no se usó mayormente para compromisos colateralizados de corto plazo, como el comercio internacional, no se auto-liquidó ni tampoco se reprogramó automáticamente. Eventualmente, debió ser reprogramada o monetizada, a cambio de lo cual el Reichsbank y los acreedores externos insistieron en un programa de austeridad fiscal rigurosos en todos los niveles del gobierno alemán. La época no podría haber sido peor.

<sup>14</sup> Cuando Alemania se quejó de un déficit crónico en balanza de pagos a principios de los años 20, estaban usando las definiciones contemporáneas que contaban la afluencia de capital de corto plazo como parte del déficit.

ya que Alemania y la economía mundial se hundían en la depresión (Mc Neil, 1986, cap. 8).

El pago de las reparaciones o un aumento inesperado del cargo del servicio de la deuda, extrayendo más capital extranjero, no es una solución sostenible en el largo plazo. Para ver esto, considere una economía con perspectivas dadas de crecimiento que ha atraído el capital necesario conforme a las creencias de rentabilidad que tienen los participantes del mercado. El endeudamiento adicional, para sostener un aumento de las obligaciones externas, empujará al país más allá de su límite de crédito de largo plazo, especialmente si tiene que pagar una tasa de interés más alta o si el aumento de la obligación acompaña a un *shock* negativo para el potencial de exportaciones del país. Tal endeudamiento es posible en el corto plazo, presumiblemente, porque los acreedores esperan que el gobierno, a la larga, organice una austeridad fiscal suficiente para compensar la demora. Cuando endeudarse se hace imposible, el deudor debe elegir o disminuir el déficit presupuestario, el cual puede ser políticamente demasiado difícil, o emitir dinero.

La emisión de dinero para comprar divisas es un tercer mecanismo que puede aumentar las rentas de los gobiernos deudores. El aumento de la tasa de crecimiento de la oferta de dinero causaría inflación; así el impuesto inflación, actualmente, aumentaría los recursos —el último recurso de un gobierno que no puede aumentarlos lo suficiente con impuestos fiscales o deuda. Un impuesto inflación, gravado a través del mercado de divisas, aumentaría las divisas del exterior si el tipo de cambio se depreciara más rápido que lo que aumentan los precios domésticos. Un gobierno también puede usar la combinación correcta de controles sobre los precios y tipos de cambio, para mantener el tipo de cambio real lo suficientemente subvaluado. Todo junto, la combinación de "senioriaje" e impuesto inflación (vía depresión del tipo de cambio real) pagan un subsidio a la exportación más las reparaciones o el servicio de la deuda. Los extranjeros (consumidores) se benefician del subsidio de exportación como también de la transferencia directa. Un gobierno deudor podría pagar las reparaciones o el servicio de la deuda imprimiendo dinero, si éste pudiera mantener la tasa de inflación bajo la tasa maximizadora de renta. Esto es difícil, porque el aumento de la inflación en latinoamérica, típicamente reduce la renta real proveniente de los impuestos fiscales y aumenta el déficit fiscal inicial para el gasto doméstico (Dornbusch y Fischer, 1986, Tanzi, 1978). También el aumento de la inflación, generalmente, deprime la tasa de interés real y alienta el consumo y fuga de capitales.

Los gobiernos deudores típicamente se ven recurriendo a la imprenta del Banco Central y después se ven luchando contra la hiperinflación, de modo que encuentran el fin de un episodio tratando de hallar un programa de pagos

externos. La tasa de inflación argentina aumentó desde 100 por ciento anual, a un monto superior a 1.000 por ciento anual, en los meses justamente anteriores al inicio del Plan Austral a mediados de 1985.<sup>15</sup> Con el Plan Austral, Argentina trató de reducir y restaurar el financiamiento no-inflacionario. El intento fue exitoso por un año y medio, pero tuvo algunas dificultades en 1987. La dramática disminución de la inflación aumentó las demandas por dinero real, el cual dio al gobierno una oportunidad temporal para recaudar el senioriaje sin provocar inflación y proporcionó un respiro para completar la reforma fiscal real y disminuir el déficit. La inflación de Brasil aumentó de un 80 por ciento anual a un 700 por ciento a comienzos de los años 80, justo antes de lanzar el Plan Cruzado, a principios de 1986. Desafortunadamente, las políticas actuales bajo el Plan Cruzado solo suprimieron la inflación con controles de precios, y el gobierno tomó ventaja de las expectativas aumentadas temporalmente, para financiar los grandes déficit fiscales, imprimiendo dinero. A principios de 1987, Brasil tuvo una inflación aún mayor que la de los años anteriores. Argentina y Brasil han tratado de usar controles de precio para parar el componente de expectativas de la inflación. Sin embargo, debido a que los controles de precios crean escasez y mercado negro, ellos hacen poco por aumentar la capacidad de largo plazo del gobierno para aumentar las rentas con impuesto inflación o impuestos convencionales. Méjico hizo menos uso del impuesto inflación. Tenía precios estables en los años 70, y en 1981 su inflación era sólo de 25 por ciento anual, aproximadamente. Aún más, Méjico ha aumentado su confianza en el financiamiento monetario desde que empezó la crisis de la deuda, y su tasa de inflación estaba sobre 100 por ciento en 1987.

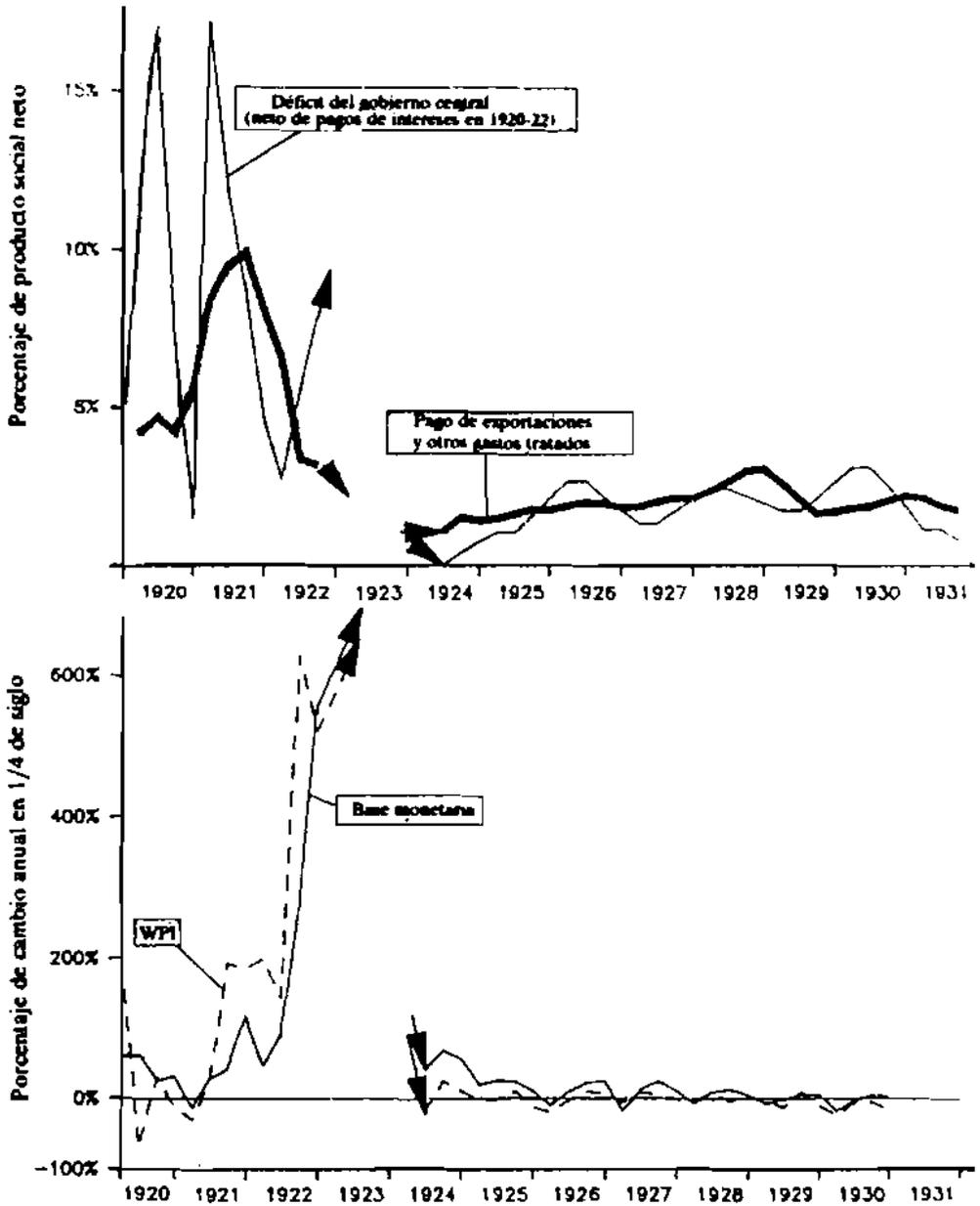
Alemania era famosa por su confianza en el financiamiento monetario a principios de los años 20, pero el monto de su confianza varió en el tiempo. La figura 9b muestra que el financiamiento inflacionario estaba a niveles bajos la primavera de 1920 hasta el verano de 1921. Después de que Alemania empezó a pagar las reparaciones en el Programa Londres, en 1921, el financiamiento monetario se hizo mucho más importante. La inflación redujo las rentas reales de los impuestos. Las reparaciones y el fracaso de pasar un aumento impositivo, destruyeron la fe necesaria en el financiamiento monetario para poder endeudarse (no monetaria).<sup>16</sup> Eventualmente, la hiperinflación alcanzó tales extremos que los Aliados acordaron una reprogramación que dio a Alemania un período de gracia más largo, y redujo sus obligaciones en la mitad. A fines de los años 20, el presidente del Reichsbank, Hjalmar Schacht, rechazó dar financiamiento monetario que permitiría al gobierno alemán continuar pagando las reparaciones sin reforma fiscal. Schacht negó su ayuda hasta que las

<sup>15</sup> La figura 6b muestra el cambio en 12 meses, el cual suaviza las series. El rápido crecimiento del dinero de alto rendimiento a mediados del 82 ocurrió durante la Guerra de las Malvinas

<sup>16</sup> Webb, 1986a

FIGURA 9

FINANZAS E INFLACION EN EL WEIMAR GERMANO



Fuentes: Hoffmann, 1965; Tinbergen, 1934; Webb, 1986b; Witt, 1974; Zahlen zur Geldentwicklung, 1925.

reparaciones y el endeudamiento llevaron al gobierno alemán al punto de la bancarrota. El gobierno tomó medidas severas para restaurar el equilibrio fiscal, y los Aliados acordaron reducir los pagos en el Plan Young, aunque la reducción era menor que lo que esperaba Schacht.<sup>17</sup>

Los tres modos de financiamiento de los pagos externos no son alternativos, pero forman una secuencia a través de la cual pasan, típicamente, los países: impuestos, endeudamiento, emisión. La resistencia a los efectos macroeconómicos de estas políticas es un medio primario por el cual los ciudadanos de países deudores expresan su resistencia a los pagos externos. La resistencia a los impuestos, particularmente cuando el desempleo hace difícil para el gobierno rebajar las inversiones, lleva al endeudamiento. El rechazo al endeudamiento empuja las tasas de interés hacia arriba, hasta que el gobierno (reduce el déficit fiscal o) recurre al financiamiento monetario. La oposición al financiamiento monetario necesita, eventualmente, algún grado de reforma monetaria o fiscal, vía disminución de los saldos reales de dinero. Los acreedores externos dan fondos para ayudar a esta reforma, a cambio de una promesa de reanudación de los pagos externos después de que se haga la reforma. Los programas del FMI y las reprogramaciones de la banca comercial han seguido este patrón en los años 80 y los planes Dawes y Young lo hicieron en 1920.

## 5. INCENTIVOS

La resolución de un problema de deuda o de reparación depende no sólo de las magnitudes del cargo de la deuda y de los problemas macroeconómicos, sino también de los acuerdos contingentes en los cuales ellos son presentados. En otras palabras, los incentivos importan y ellos incluyen la especificación de las condiciones para las recompensas y penalidades, como también de sus tamaños. No surgieron mayores problemas de incentivos en los años 20 ni en los años 80, provenientes de los términos de intercambio especificados contractualmente. La mayoría de las deudas de países en vías de desarrollo, hoy día, son nominalmente independientes de su habilidad para pagar. En unos pocos casos, una innovación ha sido el atar algunas de las posiciones de repago o *new money*, al precio internacional de las exportaciones del país como el petróleo en México. Obviamente esto no tiene problemas de incentivo. Pero aun atando las transferencias del servicio de la deuda al valor de exportación o el GNP a tasas marginales discretas, probablemente no se tendría un efecto de incentivo negativo muy importante. La experiencia con impuestos personales indican que los desincentivos para ganar no pasan a ser un resultado, hasta que las tasas marginales se aproximan a 50 por ciento.

<sup>17</sup> Mc Neil, 1986, capítulo 5.

Aunque el Programa Londres despertó mucha oposición en Alemania, los efectos de políticas de incentivos de haber aumentado las reparaciones en 25 por ciento del crecimiento de las exportaciones, no fue un resultado importante. La demanda creciente por exportaciones alemanas aumentaría su deseo, como también su capacidad para pagar las reparaciones.<sup>18</sup>

La obligación de empezar sirviendo los bonos C, después de haber pagado los bonos A y B, era un problema de incentivo en potencia, pero se mantuvo inactivo debido a los problemas más inmediatos de empezar pagando los bonos A y B. Similarmente, el efecto incentivo de las cláusulas del Plan Dawes no eran un asunto de contienda. La indeterminación de la carga total bajo el Plan Dawes -cuanto tiempo continuarían los pagos y qué obligaciones principales estaban pagando- era más que un problema de incentivo.<sup>19</sup>

Aunque el Plan Dawes fijó el nivel de pagos en el rango adecuado, poniendo la responsabilidad por las transferencias en los Aliados, dio a Alemania un incentivo demasiado pequeño para la restricción fiscal. Los acreedores en la década de los años 80 tratan de dirigir sus políticas más explícitamente al objetivo de inducir a los deudores a seguir políticas domésticas que faciliten el repago. Desde la Comisión de Reparación, al Agente de Reparación y el Banco de Acuerdos Internacionales, instituciones que se desarrollaron para monitorear la política y los pagos de Alemania, pero que nunca adquirieron los recursos a la pericia para igualar al FMI o al Banco Mundial. En efecto, las instituciones actuales fueron desarrolladas en respuesta a los problemas de coordinación de política de los años 20 y los años 30. Pero la pericia no es suficiente para superar los problemas de incentivo inherentes en la decisión de aliviar la deuda.

Los efectos más perversos de incentivos han surgido en los años antes señalados, debido a las expectativas de que reprogramando la deuda o las reparaciones de un país se reduciría su carga real.

En el contexto de un debate sobre la imposibilidad de pagar el programa de pagos existente, los deudores enfrentan un dilema\* a pesar de que uno de ellos contribuyó a crearlo. En la medida en que el país deudor esté cumpliendo con el programa de pagos, los acreedores se comportan como si el programa fuera sostenible indefinidamente. El Club París, el cual es el escenario para la

<sup>18</sup> El efecto incentivo (o no-efecto) de cambiar obligaciones de reparación por exportaciones es diferente del efecto de los Decretos de Rescate de Reparaciones (gravando las exportaciones alemanas) en la exacerbación del problema de la transferencia.

<sup>19</sup> Si el índice de prosperidad se movió en proporción con el PNB (no medido en el momento), el impuesto marginal de reparación sobre el PNB alemán sería el mismo que la razón de pagos de reparación para el PNB después de 1934, y la mitad de la proporción anterior, es decir, 2 a 5 por ciento, lo que no es alto.

\* N. del T. *Catch-22 situation*.

reprogramación bilateral de la deuda intergubernamental en los años 80, no considerará la reprogramación de las deudas de un país hasta que se atrase en los pagos. Los bancos comerciales tampoco han reprogramado los préstamos de un país, a menos que hayan cesado los pagos o hayan disminuido sus reservas internacionales a tal punto que sean imposibles los pagos en el corto plazo. Similarmente, la reprogramación aliada de las obligaciones de pagos de Alemania en 1924 y en 1929 fue solo después de colapso financiero total o casi total. Todos los alemanes y muchos observadores extranjeros estaban convencidos de que el programa de pagos Londres excedió la capacidad de pago de Alemania, pero sintieron que debían demostrar que un esfuerzo serio por pagar fracasaría antes de que los Aliados se pusieran de acuerdo. Los franceses insistieron en que la demostración iba más allá de lo que cualquiera podía anticipar.

El procedimiento de "esperar para ver" no es gratis, porque la crisis de pagos por sí misma es costosa y el tiempo de llegada de la crisis depende de la política económica del deudor. Como muestra la sección de conflictos macroeconómicos, la oposición a los impuestos para pagar a los extranjeros, especialmente en el contexto de una recesión, tiende a empujar la política en el país deudor lejos de la austeridad fiscal necesaria para sostener el servicio de la deuda en el largo plazo. Los deudores latinos en los años 80 y Alemania en los años 20 siguieron políticas perjudiciales y tuvieron un producto real menor porque no aceptaron (ni tampoco lo hicieron las naciones acreedoras) ni ajustaron su producción y consumo en patrones para hacer grandes transferencias de recursos. Debido a que la desorganización de la economía deudora era una palanca de negociación, el proceso de regateo probablemente cuesta al mundo una fracción no trivial de producto potencial de las economías deudoras. Los deudores y acreedores podrían haber recibido ingresos más altos si hubieran acordado más prontamente una política mejor, a cambio de una deuda menor.

Aunque la renegociación de deudas en los años 80 y de reparaciones en los años 20 tiene problemas similares con incentivos perversos para políticas domésticas, hay contrastes importantes en los incentivos que vienen de entornos económicos más amplios. Una diferencia importante es el grado de cooperación entre acreedores. Aunque los PED tienen un gran número de acreedores, desde 1982 estos últimos han tratado de mantener un *status* igualmente superior. Un trato igual es más obvio en las cláusulas de moratoria de los acuerdos de préstamos de sindicatos, pero también ha sido el fundamento básico en la coordinación de reprogramaciones del Club París y la banca comercial (Rieffel, 1985).

Los acreedores de Alemania, por otro lado, estaban divididos a través de varias líneas. Francia se dividió con los otros Aliados sobre la prioridad de las

reparaciones en relación al restablecimiento económico de Alemania (Trahtenberg, 1980). Además, aunque Alemania debía las reparaciones a los Aliados europeos, la mayor parte del dinero era para pagar deudas de guerra a los EE.UU. "Las recepciones de reparaciones y los pagos de deuda interaliados están, en efecto, íntimamente relacionados uno con el otro; la parte más grande de los pagos de la deuda a los EE.UU. es muy dependiente de la recepción de reparaciones anterior; y los Estados Unidos, como el único gran acreedor neto de la cuenta interaliada, también será el receptor más grande del dinero pagado en la primera instancia bajo el título Reparaciones". (Angell, 1932, pp., 335-36). En la medida que reconocieron la profundidad y la duración de la depresión, Estados Unidos redujo el servicio de las deudas de guerra, al mismo tiempo que las reducciones en reparaciones, pero su negativa al reconocimiento del vínculo durante las negociaciones complicó el proceso innecesariamente.

La posición oficial de EE.UU. contribuyó a la falta de coordinación entre los acreedores privados de Alemania y sus acreedores sobre la cuenta de reparación. Aun cuando los expertos debatieron sobre la capacidad de Alemania para pagar la deuda de reparación, los acreedores comerciales hicieron grandes préstamos a los gobiernos alemanes a fines de los años 20, como ya se mencionó. Ellos parecen haber creído que las reparaciones no absorberían toda la capacidad de pago de Alemania en tiempos prósperos y que la deuda comercial sería mayor que las reparaciones en depresión. El Plan Young decepcionó las esperanzas de Alemania por una rebaja mayor de las reparaciones, en el interés de los inversionistas de los Estados Unidos. En ese tiempo, el Hoover Moratorium en 1931 subordinó las reparaciones a la deuda comercial de Alemania, era demasiado tarde para beneficiar a Alemania o a sus acreedores.

Mientras los deudores necesitaban tener incentivos para no solicitar alivio, los acreedores también necesitaban incentivos para darlo, al menos temporalmente. El aumento del principal de la deuda, en una reprogramación, proporciona una estructura de recompensa; mientras las rebajas de reparaciones en los años 20 no lo hicieron. Luego, los acreedores y deudores enfrentan incentivos desde el lado doméstico que los empuje hacia un comportamiento, como el proteccionismo, que inutiliza las alternativas para soluciones cooperativas a los problemas internacionales de la deuda. Los Aliados estaban demasiado impacientes, en la era Dawes, por prestar para posponer sus déficits comerciales. El economista americano James Angell escribió en 1929: "La mayoría de los países a los que van las exportaciones (de Alemania) mantienen tarifas protectoras, y las tarifas, probablemente, serían aumentadas aún más si sus exportaciones mostraran señales de cualquier expansión repentina" (1932, pp. 353-54). Dos de los incentivos deudores podrían ofrecerse a los acreedores

-pagar más servicio de deuda y abrir mercados a los acreedores- empeoraría el flujo de fondo de corto plazo del deudor más de lo que lo ayudaría al correspondiente alivio de la deuda. Un tercer tipo de incentivo que podrían ofrecer los deudores -abaratamiento de las exportaciones del deudor- ello mejora el flujo de caja de los deudores sólo si la demanda es elástica y, cuando se ofrece, despierta la vía proteccionista de grupos interesados en la economía acreedora. La estimulación del crecimiento y de la demanda de importación en la economía acreedora beneficia la economía deudora y la acreedora, pero los deudores a menudo son incapaces de convencer a los gobiernos acreedores de esta relación.

El crecimiento del producto y el comercio a mediados de los años 20 y los años 70, tornó demasiado optimista a los acreedores acerca del monto en que los deudores podrían aumentar su carga. Cuando las variaciones de las condiciones económicas hicieron comprender a los prestamistas que podrían haber prestado mucho más, su inclinación fue reducir los créditos, lo cual agregó un problema de liquidez inmediata al problema de solvencia de largo plazo que tenían los deudores. Pero, ya que el optimismo se transformó en pesimismo en 1982, las autoridades en los países acreedores han restringido su inclinación a actuar sobre las bases de los escenarios más pesimistas. El Acuerdo Standstill trató de hacer lo mismo que se hizo en 1930, pero llegó muy tarde y fue aplastado por la crisis financiera interna.<sup>20</sup>

El crecimiento del comercio ayuda a los deudores a servir su deuda, o quizás aún más importante, sostiene los motivos para pagar de los deudores, de modo que ellos mantengan una buena posición financiera. El colapso del sistema comercial y financiero internacional en los años 30, dejó a Alemania con pocos incentivos para sacrificarse y ser capaces de participar en el sistema, y se hizo claro que los Aliados no querían ningún superávit comercial alemán.<sup>21</sup> A mediados de los años 80, los EE.UU. tomaron el déficit comercial concomitante con el ajuste deudor, en contraste a los años 20. La continuación del crecimiento positivo en el comercio en los años 80 es quizás la diferencia más grande con respecto a la situación de reparación. Aun los pronósticos más pesimistas de hoy, proyectan algún crecimiento positivo real en las economías de deudores y acreedores, lo cual obviamente contrasta con las contracciones reales posteriores a 1929. Las perspectivas corrientes para una inflación suave de los precios en dólares también se contraponen con la deflación moderada de los años 20 y la aguda deflación de los años 30, la cual empujó hacia arriba la

<sup>20</sup> Harris (1935) proporciona una extensa discusión.

<sup>21</sup> Wallich (1943) da un juicio similar sobre la importancia de la gran depresión para las moratorias de los países latinoamericanos en los años 30.

## 6. CONSIDERACIONES FINALES

Aunque este trabajo no intenta pronosticar como se debe desarrollar el problema de la deuda latinoamericana, la comparación con el Weimar Germano ofrece algunas cotas para estimar la necesidad de la situación actual.

La deuda externa contraída voluntariamente no parece ser un asunto tan emocional para América latina como lo fueron las reparaciones de la guerra para Alemania. La deuda latinoamericana, por lo tanto, parece menos probable de contribuir a un cataclismo político tan drástico como el de Alemania en los años 30. La cultura política latina de hoy no toma tan seriamente las obligaciones internacionales como lo hizo Alemania en los años 20, ni se opone el principio del repago de la deuda, tan emocionalmente como se opuso Alemania a las reparaciones. Además, los deudores latinoamericanos no enfrentaron una presión militar explícita para pagar, como lo sufrió Alemania a principios de los años 20.

El fundamento para las reparaciones de Alemania —culpabilidad por la guerra— no tuvo nada que ver con su capacidad de pago, y consecuentemente su carga de reparaciones comenzó extraordinariamente alta, comparada con latinoamérica en los años 80. Los planes Dawes y Young disminuyeron la carga de la reparación a niveles comparables con las cargas de la deuda de latinoamérica, la cual ha sido incurrida con algunos cálculos, no obstante imperfectos, de la capacidad de pago. Los problemas de la deuda de Alemania en los años 30 y de latinoamérica en los años 80 son similares porque resultaron en parte de una caída inesperada de la demanda mundial por sus exportaciones y un aumento excepcional en las tasas de interés reales. Lo que la gente pensó fue que las deudas pagables pasarían a ser no pagables (N. del T. se refiere al servicio de la deuda) en un entorno de recesión mundial y deflación.

Los países de latinoamérica enfrentan la misma aritmética macroeconómica desagradable que enfrentó Alemania en los años 20, y ellos han sido, generalmente, resistentes para hacer los sacrificios y ajustes necesarios para aumentar y transferir, constantemente, los recursos, que se le deben a los extranjeros. Consecuentemente, Alemania y los países latinoamericanos atraviesan los ciclos de pagos iniciales, teniendo grandes déficit fiscales domésticos, aumentando el financiamiento inflacionario (o llegar a la crisis por insolvencia, como Alemania en 1928-29), atrasándose en los pagos externos, y teniendo reformas domésticas monetarias y fiscales. Las tentaciones normales para hacer caer la pendiente fiscal están exacerbados por la impopularidad de sacrificar la prosperidad doméstica en atención del pago a los extranjeros.

Además, Alemania y los deudores latinoamericanos creyeron que la reprogramación reduciría el valor presente de su carga, y que los acreedores

otorgarían una reprogramación privilegiada sí, y quizás sólo si, el país hubiera tenido una crisis fiscal y monetaria. La experiencia sugiere que estas creencias eran correctas.

Sin embargo, uno no podría concluir que los franceses en los años 20 y los bancos en los años 80 necesitaron una resolución más severa para hacer que los deudores cumplieran sus obligaciones. Cuando las obligaciones externas del Weimer Germano y de los países de latinoamérica fueron adquiridas, ambos lados tendrían que darse cuenta que las obligaciones eran contingentes a la viabilidad de la política. En los años 70, la mayoría de los expertos no esperaba que las tasas de interés reales pudieran empujar, a casi todos los deudores latinos, más allá de su fuerza de viabilidad política. En la década de los años 20, los franceses sobrestimaron la extensión de la solidaridad Aliada.

Ambos episodios ilustran los problemas inevitables de moral de riesgo y disciplina política que tienen los gobiernos soberanos para respetar las deudas internacionales en una escala mayor. Los ejercicios de reprogramación en los años 20 trataron de dirigir estos problemas, cambiando la deuda hacia bases más comerciales y menos políticas. La estrategia probablemente sería exitosa en un mundo sin una gran depresión. El proceso de reprogramación para la deuda latinoamericana, por otra parte, pasa a ser más política después de 1982. Las consideraciones de corto plazo inicialmente justificaron esta dirección, pero la experiencia de reparación con Alemania enseñó la lección de que más política involucrada hace más difíciles y menos probables las soluciones permanentes.

## REFERENCIAS

- ALDCROFT, DEREK H., *From Versailles to wall street, 1919-1929*, Berkeley, University of California Press, 1976.
- ANGELL, JAMES H., *The recovery of Germany*, New Haven, Yale University Press, 1932.
- BALDERSTON, THEODORE. "The beginning of the depression in Germany. 1927-30: Investment and the capital market", *Economic History Review* 36 (3), agosto: 395-415, 1983.
- BAK. Bundesarchiv, Koblenz, R2: Reichsfinanzministerium, R43 I: Reichskanzlei.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS). *Report of the Special advisory committee*. Basle, 1931.
- BERGMANN, KARL. *The history of reparations*, London. E. Benn, 1927.
- BOGART, ERNEST L., *The young plan and other papers*, Claremont, CA: Pomona College Press, 1931.
- BORN, KARL E. *Die deutsche bankenkrise 1931*, Munich: R. Piper Verlag, 1967.
- BRESCIANI-TURRONI, CONSTANTINO. *The Economics of inflation: A study of currency depreciation in post-war germany*, Londres: Augustus M. Kelley, 1931, trans. 1937.
- CAVES, RICHARD E. Y RONALD W. JONES. *World trade and payments: An introduction*, Boston. Brown, Little, 1973.
- DATA RESOURCES - DRI. *Latin American Review*.
- DEUTSCHLANDS WIRTSCHAFT, WAHRUNG UND FINANZEN (DWWF), Allied Powers, Reparations Commission, Berlin: Zentral-Verlag GmbH, 1924.
- DIAZ-ALEJANDRO, CARLOS. "Stories of the 1930s for the 1980s", in Pedro Aspe Armella, Rudiger Dornbusch, and Maurice Obstfeld, *Financial policies and the world capital market: The problem of Latin American countries*, Chicago: University of Chicago Press, 1983.
- DORNBUSCH, RUDIGER. "Policy and performance links between LDC debtors and industrial nations", *Brookings paper on economic activity* (2) 303-56, 1985.
- DORNBUSCH, RUDIGER Y STANLEY FISCHER. "Stopping hyperinflations past and present", *Weltwirtschaftliches archiv* 122 (1) (1986): 1-47, 1986.
- EATON, JONATHAN, MARK GERSOVITZ Y JOSEPH E. STIGLITZ. "A survey of the economics of International debt", *European Economic Review* 30: 481-513, 1986.
- FALKUS, M. E. "The german business cycle in the 1920s", *Economic History Review* 2nd series, 16:451-64, 1975.
- FELDMAN, GERALD D. "Reparations and the domestic management of the german inflation", xerox, 1982.

- PELDMAN, GERALD D.. *Iron and steel in the german inflation, 1916-1923*. Princeton: Princeton University Press, 1977.
- FELIX, DAVID. *Walther Rathenau y the weimar republic: The politics of reparations*, Baltimore: Johns Hopkins, 1971a.
- . "Reparations reconsidered with a vengeance", *Central European history* 4 (2) junio: 171-79, 1971b.
- FRAGA, ARMINIO. *German reparations and Brazilian debt: A comparative study*, Princeton essays in internacional finance, Nº163, 1986.
- GROSSE, ROBERT. "The transfer problem and Latin American Debt", Institute of International Studies Occasional paper 1985-3. University of Miami, Coral Gables, FL, 1985.
- HARDACH, KARL. *The political economy of germany in the twentieth century*, Berkeley: University of California.
- HARRIS, C.R.S. *Germany's foreign indebtedness*, Londres: Oxford University Press, 1935.
- HERTZ-EICHENRODE, DIETER. *Wirtschaftskrise und Arbeitsbeschaffung: Konjunkturpolitik 1925/26 und die Grundlagen der Krisenpolitik Brüning's*, Frankfurt: Campus, 1982.
- HOLTFREYRICH, CARL-LUDWING. *Die deutsche inflation, 1914-1923: Ursachen and Folgen in internationaler Perspektive*, Berlin: Walter de Gruyter, 1980.
- . "U.S. Capital exports to Germany 1919 - 1923 compared to 1924-1929", *Explorations in Economic History* 23 (1) enero: 1-32, 1986.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). *International Financial Statistics*, Washington, D.C.
- JAMES, HAROLD. "The causes of the german banking crisis of 1931", *Economic History Review* 37 (1) febrero: 68-87, 1984.
- KEYNES, JOHN M., "The german transfer problem", *Economic Journal* 39 (marzo): 1-7, 1929.
- . *A revision of the treaty*. Nueva York: Harcourt, Brace & Co., 1922.
- KINDLEBERGER, CHARLES P. *The World in Depression, 1929-1939*. Berkeley: University of California Press, 1973.
- . *A financial history of western europe*, Londres: George Allen y Unwin, 1984.
- MAIER, CHARLESS. *Recasting bourgeois Europe: Stabilization in France, Germany and Italy in the decade after World War I*, Princeton: Princeton University Press, 1975.
- MARKS, SALLY. *The illusion of peace: International Relations in Europe, 1918-1933*, Nueva York: St. Martins, 1976.
- . "The myths of reparations", *Central European History* 11 (3): 231-55, 1978.

- MCNEIL, WILLIAM C., *American money and the weimar republic: Economics and politics on the eve of the great depression*, Nueva York: Columbia University Press, 1986.
- MITCHELL, BRIAN R. *European historical statistics, 1750-1970*, Nueva York: Columbia University Press, 1978.
- . *International historical statistics: The Americas and Australasia*, Detroit: Gale Research Co., 1983.
- OHLIN, BERTIL. "The reparation problem: A discussion", *Economic Journal* 39 junio: 172-73, 1929.
- RK. REICHSKANZLEI, *Akten der Reichskanzlei, Weimarer Republik*, Edited by Karl D. Erdmann, et al., Boppard-am-Rhein: Harald Boldt, 1968-78. (From BAK R 43 I).
- RIEFFEL, ALEXIS. *The role of the Paris club in managing debt problems, essays in international finance*, N°161, Princeton: Princeton University Press, 1985.
- SACHS, JEFFERY. "Managing the LDC debt crisis", *Brookings papers on economic activity* (2): 397-431, 1986.
- SCHUKER, STEPHEN. *The end of french predominance in Europe: The financial crisis of 1924 and the adoption of the Dawes plan*, Chapel Hill: University of North Carolina Press, 1976.
- TANZI VITO. "Inflation, real tax revenue, and the case of inflationary finance: Theory with an application to Argentina", *IMF Staff Papers* 25: 417-51, 1978.
- TEMIN, PETER. "The beginning of the great depression in Germany", *Economic History Review* 2nd series 12: 240-49, 1971.
- TRACHTENBERG, MARC. *Reparation in world politics: France and European economic diplomacy, 1916-1923*, Nueva York: Columbia, 1980.
- U.S. DEPARTMENT OF COMMERCE. *The reparation problem, 1918-1924*, Trade information bulletin n°278. Washington, D.C.: Government Printing Office, 1924.
- U.S. INTERNATIONAL TRADE COMMISSION. "The effect of developing country debt-servicing problems on U.S. Trade", Report to the trade subcommittee of the House ways and means committee, Washington, D.C., 1987.
- WALLICH, HENRY C. "The future of Latin American dollar bonds", *American Economic Review* 33: 321-35, 1943.
- WEBB, STEVEN B. "Fiscal news and inflationary expectations in Germany after World War I", *Journal of Economic History* 46 septiembre: 769-94, 1986a.
- . "Government revenue and spending in Germany, 1919-1923", Feldman, et al., ed., *The adaptation to inflation*, Berlin: de Gruyter, 1986b.
- . "Can developing countries outgrow their debt?" PAS working paper n°2. Washington, D.C., 1987.

WITT, PETER-CHRISTIAN. "Finanzpolitik und sozialer wandel in krieg und inflation 1918-1924", in Hans Mommsen, Dietmar Petzina, and Bernd Weisbrod, ed., *Industrielles system und politische entwicklung in der Weimarer Republik*, Düsseldorf, Droste, 1974.

WORLD BANK. *World debt tables: External debt of developing countries*, 1986-87 edition, Washington, D C., 1987.