

CATALOGADO

Distr.
RESTRINGIDA

LC/MEX/R.179
20 de octubre 1989

ORIGINAL: ESPAÑOL

C E P A L
Comisión Económica para América Latina y el Caribe

SELECCION DE ARTICULOS SOBRE DEUDA EXTERNA EN
AMERICA LATINA

Primera parte

BIBLIOTECA NACIONES UNIDAS MEXICO

Documento elaborado para ser distribuido a los participantes del Cuarto Período de Adiestramiento del proyecto RLA/87/030 "Administración de la deuda externa en América Central".

I. INFORMACION GENERAL

Ves lo que es y preguntas "¿por qué?"
Yo veo lo que podría ser y pregunto
"¿por qué no?"

GEORGE BERNARD SHAW

1. INTRODUCCIÓN Y MARCO DE ANÁLISIS

Los principales interrogantes

*S. Griffith-Jones **

ESTE capítulo trata de proporcionar un marco para el análisis y la evaluación del manejo de la crisis de la deuda en la América Latina y África en el periodo 1982-1986, con hincapié en la experiencia de los deudores latinoamericanos. El ensayo se compone de dos partes. La primera bosquejará los aspectos principales del manejo de las crisis de la deuda desde 1982. La segunda utilizará elementos de la teoría de la negociación y de la ciencia política así como otros elementos, tratando de explicar las características principales de los arreglos de restructuración y ajuste de la deuda, así como las diferencias entre los arreglos realizados por diversos países.

I. CARACTERÍSTICAS PRINCIPALES DE LOS ARREGLOS DE RESTRUCTURACIÓN Y AJUSTE

Desde agosto de 1982 las crisis y las restructuraciones de la deuda se hicieron muy comunes en la América Latina y en África. Esto contrasta marcadamente con la situación de otras épocas, cuando sólo un número muy limitado de deudores bastante pequeño emprendía negociaciones multilaterales de la deuda (en su mayor parte renegociaciones de la deuda oficial).

Es posible que la existencia de procedimientos claramente establecidos para tratar con unos cuantos deudores "problema" —sobre todo en el caso de la deuda oficial por medio del Club de París— haya tenido alguna significación para las negociaciones posteriores a 1982, no explorada suficientemente en la bibliografía. Existía así una especie de cartabón (o *blueprint*) elaborado por una colectividad de acreedores para negociar más apropiadamente —desde el punto de vista de los acreedores—

* Este capítulo se elaboró inicialmente para su examen en un seminario realizado en Montevideo en abril de 1986 con el patrocinio del IMC. Agradezco la asistencia y los comentarios muy útiles de Lucy Nichols. También estoy en deuda con los participantes del seminario de Montevideo por sus valiosos análisis. En un seminario organizado en Santiago por el CEPAL en abril de 1985 también recibí comentarios muy útiles y estimulantes. El ensayo se puso al día en abril de 1987. [Traducción del inglés de Eduardo L. Suárez.]

con unos cuantos deudores "problema", cuyas crisis de deuda podrían atribuirse en gran medida a la mala fortuna específica de ese país (por ejemplo, la sequía, el bajo precio de sus exportaciones principales) o a mala administración. Estos deudores "problema" tenían escaso poder de negociación dado el pequeño tamaño de sus deudas y sus economías; ya que gran parte de la deuda afectada era oficial sus crisis no planteaban ninguna amenaza para la estabilidad de los bancos privados.

En consecuencia, tanto el precedente como la iniciativa —ambos elementos importantes en las negociaciones, como nos enseña la teoría de la negociación— estaban fuertemente sesgados hacia los intereses de los acreedores cuando estallaron las crisis de la deuda grandes y generalizadas en 1982. Como se afirma en el documento del FMI:¹ "Un enfoque multilateral de la restructuración de la deuda permitió que las negociaciones se realizaran de acuerdo con prácticas y políticas bien establecidas, por lo menos para la deuda oficial. Esto era ventajoso para las partes implicadas porque ayudaba a asegurar que se acordara a todos los acreedores un tratamiento en general comparable dentro de un marco multilateral particular, así como a diferentes países deudores a lo largo del tiempo." Se hace hincapié en la equidad *entre* acreedores y *entre* deudores; no hay ninguna preocupación por la repartición equitativa *entre países deudores y acreedores*.

Aunque existían precedentes y cartabones no había en 1982 ningún marco para el manejo de crisis de la deuda grandes y generalizadas para la mayoría de los grandes bancos acreedores al mismo tiempo y en una situación en que los orígenes de las crisis de la deuda se determinaban en gran medida por factores que escapaban al control y la responsabilidad de los gobiernos deudores.

El marco adoptado y operado desde 1982 tiene los rasgos generales siguientes:

a) El manejo de la crisis de la deuda bancaria volvió a colocar en el *centro del panorama a organizaciones internacionales y bancos centrales de los principales gobiernos industriales*. Esto contrastaba marcadamente con la situación de los años setenta, cuando los gobiernos de los países industriales y las instituciones internacionales habían abandonado casi por completo el campo de los préstamos internacionales privados a los bancos privados.

El FMI ha desempeñado un papel decisivo en la formación de "paquetes de rescate" que han incluido simultáneamente un programa de ajuste en el tramo superior del crédito (alta condicionalidad) acordado entre el país deudor y el FMI, la restructuración de las deudas vencidas y arreglos de nuevo financiamiento

¹ FMI, *Recent Multilateral Debt Restructurings with official and Bank Creditors*, IFS Occasional Paper, núm. 25, diciembre de 1983.

por parte de todos los bancos acreedores. La influencia del Fondo se tornó decisiva; por primera vez el financiamiento del ajuste proporcionado por el FMI (que sancionaría el paquete entero de restructuración) no se condicionaba sólo a que el ajuste siguiera el "consejo" del FMI en el país deudor, sino también al otorgamiento de nuevos créditos por parte de los bancos acreedores.

b) Una importante característica nueva de los arreglos de restructuración posteriores a 1982 ha sido la existencia de "préstamos involuntarios" por parte de los bancos privados acreedores, cuyo nivel no se determinaba por los administradores de los bancos individuales sino que eran más o menos impuestos mediante presión del FMI, de los bancos centrales de los países industriales y hasta cierto punto de los grandes bancos acreedores.

Desde 1982 la magnitud de los "préstamos involuntarios" que estaba implicando en todos los casos a los países latinoamericanos con dificultades para el servicio de la deuda era mucho menor que la de los pagos de intereses y amortizaciones de la deuda, lo que generaba una transferencia neta negativa de recursos financieros de los países deudores a los bancos acreedores. "El préstamo involuntario" favorecía a la colectividad de acreedores porque evitaba la mora, por lo menos temporalmente y quizá para siempre, mientras que los fondos adicionales prestados eran significativamente menores que lo que el país estaba pagando por concepto de servicio de la deuda.²

Aunque los acreedores tenían un interés "colectivo" en los nuevos préstamos para evitar la mora, esto era menos claro en la esfera *particular*, ya que algunos bancos individuales podrían tratar de actuar como "gorriones" (*Free riders*) negándose a prestar fondos nuevos o incluso reduciendo su exposición total. El problema se agravaba por la participación de dos tipos de bancos: i) bancos cuyos préstamos a los principales deudores constituían una alta proporción de sus activos totales, a menudo superiores a su capital; su meta fundamental era evitar la mora de grandes deudores, y estaban dispuestos a incrementar su exposición para este propósito; ii) bancos cuyos préstamos eran menores en relación con sus activos y su capital, de modo que tenían menores incentivos para incrementar sus préstamos a fin de evitar la mora y preferían retirar sus préstamos. Para abordar los problemas de los "gorriones" y de diversas categorías de bancos acreedores, el FMI "impuso" los préstamos involuntarios que obligaban a todos los bancos acreedores a incrementar su exposición en cierto porcentaje.

Desde 1982 el FMI (con el auxilio de los bancos centrales de

² Véase P. Krugman, "International Debt Strategies in an Uncertain World". J. Cuddington y G. Smith, *International Debt and the Developing Countries*, Banco Mundial, 1985, para un análisis claro.

los países industriales) "creó" hasta cierto punto un mercado, presionando a todos los bancos acreedores para que prestaran cuando quizá no deseaban hacerlo. El Banco de Pagos Internacionales (BPI) habla en sus informes anuales de "un mercado dividido, sin préstamos espontáneos para la América Latina desde fines de 1982". Me gustaría ir más lejos y decir que "un mercado no espontáneo" no es en realidad ningún mercado en el sentido tradicionalmente adoptado por la teoría económica, y que de hecho dejó de existir en gran medida, desde fines de 1982, un mercado propiamente dicho de préstamos internacionales privados para la América Latina.

Debe subrayarse que los "préstamos involuntarios" sólo impedían una baja mayor de los nuevos préstamos netos (que probablemente se tornarían incluso negativos) que la que habría ocurrido si los mercados hubieran operado espontáneamente desde 1982. Como puede observarse en el cuadro 1, los nuevos préstamos netos para la América Latina declinaron significativamente (de 30 500 millones de dólares en 1981 a 3 600 millones en 1985, e incluso fueron negativos durante la primera mitad de 1986), a pesar de la introducción de los "préstamos involuntarios". Es digno de subrayar el hecho de que, por ejemplo, los 5 700 millones de dólares de nuevos préstamos netos hechos a la América Latina en 1984 fueron *significativamente menores que los 10 500 millones de dólares de fondos nuevos* obtenidos por estos países de los bancos dentro de los paquetes patrocinados por el FMI, lo que implica que hubo importantes reducciones compensatorias de otros créditos bancarios.

Cuadro 1. Nuevos flujos netos de los bancos privados a la América Latina y África, 1980-1986

(Miles de millones de dólares)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	Primera mitad de 1986
América Latina	27.3	30.5	12.1	7.8	5.7	1.3	-1.6
África	2.0	2.2	1.7	0.3	0.1	0.4	-0.1
Asia y Medio Oriente	9.7	7.4	5.9	3.5	4.6	6.8	-2.1
Total de los PMD fuera de la OPEP	39.0	39.9	19.8	12.2	10.4	8.5	-3.8

FUENTE: BPI, 1986 Annual Report, p. 95. La cobertura de la información ha aumentado ligeramente para 1984. Para 1986 (primera mitad), BPI, *The maturity distribution of international bank lending, first half 1986*, diciembre de 1986; las cifras excluyen efectos de valuación.

El que haya dejado virtualmente de existir un mercado de préstamos internacionales para la América Latina, y que haya sido sustituido por decisiones administradas en que los gobiernos (tanto de los países acreedores como de los deudores) y las instituciones internacionales oficiales determinan los flujos de crédito y las transferencias netas de recursos financieros que implican a los agentes privados, significa que la teoría de la negociación (así como el análisis de las posiciones de poder relativas de los actores comprometidos) puede ayudar a explicar los tipos de arreglos alcanzados.

c) Un tercer rasgo del manejo de la crisis de la deuda ha sido la formación de comités de asesoramiento por parte de los bancos privados a fin de negociar con los gobiernos deudores; los bancos privados representados en estos comités son los que tienen las mayores deudas de un país particular; tienden a ser también los bancos más grandes de los países industriales.

El comité de asesoramiento ha desempeñado un papel positivo al coordinar a centenares de bancos y representantes en las negociaciones, las que así facilitan. Además, ha logrado que se preste algo de "dinero nuevo" a los países latinoamericanos, así como la restructuración de la deuda; sin embargo, dado que el "dinero nuevo" que la colectividad de los bancos está dispuesta a prestar declina considerablemente (y que los préstamos nuevos se aproximan a cero), se reduce cada vez más su función de asegurar el máximo pago del servicio de la deuda por parte de los gobiernos deudores.

La existencia y la operación del comité de asesoramiento ha sido claramente ventajosa para los intereses de los grandes bancos, sobre todo porque ha implicado *cohesión entre ellos en el frente de negociación con los deudores*, así como la subordinación de las acciones y los intereses de los bancos más pequeños a los de aquéllos. Aquí surge una diferencia interesante con la situación de los años treinta, cuando los acreedores, en particular los de los Estados Unidos, tenían una capacidad mucho menor que en los años ochenta para organizarse a fin de representar sus intereses colectivamente; otra diferencia importante es que —ligadas a la naturaleza del financiamiento otorgado por la vía de los bonos— las negociaciones y la organización de los acreedores ocurrieron en los años treinta sólo *después de la declaración de la mora*, lo que tenía implicaciones importantes para las posiciones de negociación relativas de deudores y acreedores.³

Hay varios indicios de que la unidad de los bancos en los comités de asesoramiento fue menos sólida en 1987 que en el pasado. Por ejemplo, las tensiones entre los bancos grandes y los pequeños, así como entre los bancos de diferentes naciona-

³ Véase B. Eichengreen y R. Portes, *Debt and Default in the 1930s: Cause and Consequences*, CEPR Discussion Paper, núm. 75, Londres, 1985.

lidades, se hicieron particularmente claras en relación con la negociación mexicana de 1986-1987. Además, ciertas fuentes bancarias informan que el líder del comité para el Perú (el Citibank) efectivamente favorece la disolución del comité.

d) La íntima cohesión entre los bancos acreedores —y sus estrechas relaciones con el FMI y otras instituciones financieras internacionales— ha contrastado marcadamente con la manera en que los deudores han aceptado, o han sido obligados a realizar, negociaciones en cada caso individual. Desde 1982 los gobiernos de los países industriales y el FMI han exaltado las virtudes y los éxitos del enfoque "caso por caso", y han rechazado los "planes globales" para el manejo del problema de la deuda.

Aunque desde principios de 1984 los representantes del más alto nivel de los gobiernos latinoamericanos deudores han discutido conjuntamente el problema de la deuda en una serie de reuniones (véase el capítulo de Diana Tussie), no han roto el modelo de las negociaciones financieras efectivas, en el que los acreedores negocian en bloque mientras que los deudores lo hacen individualmente.

Esta estructura de la negociación otorga a los acreedores una ventaja en dos frentes distintos. Su postura colectiva y estrechamente coordinada se enfrenta a cada país por separado, de modo que los países están renunciando a las ganancias potenciales de una postura colectiva de negociación común. Es menos obvio que este procedimiento otorga a los acreedores la ventaja conocida en la teoría de la negociación como la de negociaciones intersectadas. Como señala Schelling,⁴ "la ventaja está del lado de la parte que puede determinar con precisión un conjunto de otras negociaciones en las que su propia posición se perjudicaría si hiciera una concesión en ésta". Los comités de asesoramiento han usado con éxito el argumento del "precedente" como una táctica de negociación, a fin de evitar concesiones por las que han venido luchando los deudores individuales alegando que si se otorgaran a ese deudor particular —algo viable— los acreedores se verían obligados a otorgarlas a otros deudores en negociaciones simultáneas o futuras. Por ejemplo, M. Castillo, ex gobernador del Banco Central de Costa Rica, ha reportado que los bancos acreedores adoptaron una postura más rígida ante su gobierno después de la generalización de las crisis de la deuda, debido obviamente al temor del precedente (véase también el capítulo de E. Rodríguez).

Krugman, *op. cit.*, hace una observación similar al evaluar los efectos potenciales de la mora individual o colectiva; sostiene que "si los acreedores creen que la lenidad hacia un deudor generará demandas de otros deudores, el costo adicional puede

hacer que los acreedores se resistan a hacer concesiones. El reconocimiento de esta resistencia puede hacer que algunos deudores paguen, y el resultado será un conjunto *autosostenido de creencias*". Esta explicación debería proporcionar un incentivo para las posiciones colectivas de los deudores, ya que los acreedores que deseen disciplinar a un deudor para que sirva de ejemplo a otros podrían verse imposibilitados para hacer creíble la amenaza de disciplinar a varios a la vez.

e) Un aspecto decisivo de las actitudes iniciales de los deudores (sobre todo hasta mediados de 1985) fue su aceptación general de las soluciones cooperativas negociadas multilateralmente con los bancos, sus gobiernos y las instituciones financieras internacionales. La opción de la acción unilateral (que conduce a la mora o la extensión de la moratoria) no ha sido oficialmente adoptada por ningún deudor importante desde 1982. [Sin embargo varios de los deudores principales han declarado unilateralmente moratorias temporales; dos deudores de tamaño mediano, el Perú y Nigeria, limitaron unilateralmente en 1985 los pagos del servicio de la deuda, lo que en el caso peruano implicó pagos muy pequeños del servicio de la deuda a los bancos; en febrero de 1987 el gobierno brasileño declaró una moratoria del pago de intereses durante cierto periodo que no se definió claramente a la sazón, y muchos deudores pequeños, como Bolivia y varios países africanos, han tenido moratorias o atrasos prolongados (véase el capítulo de Green).]

El enfoque de los grandes deudores en el periodo 1982-1986 había implicado básicamente una petición para que sus acreedores restructuraran su deuda y otorgaran nuevos préstamos, más bien que una *iniciativa unilateral*, ya fuera sobre una falta de pago absoluta de la deuda, una falta temporal (moratoria) o un límite en el pago del servicio de la deuda. Aunque la amenaza de mora potencial y su nocivo efecto en el sistema bancario internacional han estado latentes en el trasfondo de las negociaciones, no han ocurrido moras efectivas. Esta situación contrasta con la de los años treinta, cuando las negociaciones seguían a la mora total. En los años treinta las instituciones financieras no estaban dispuestas a otorgar nuevos préstamos al estallar las crisis de la deuda, ya que estaban en juego los activos de sus clientes más bien que sus propios activos; las instituciones financieras internacionales públicas y la cooperación entre ellas eran inexistentes o mucho más débiles en los años treinta que en los ochenta. Por tanto los mecanismos para evitar la mora eran mucho más débiles en los años treinta.

En los años ochenta la gran participación de los principales bancos privados de los países industriales en el problema de la deuda así como el desarrollo de importantes instituciones financieras internacionales públicas extremadamente competentes en el "manejo de las crisis de la deuda", han contribuido a evi-

⁴ T. C. Schelling, *The Strategy of Conflict*, Oxford University Press, 1963, capítulo 2.

tar la mora desempeñando un papel positivo en la conservación de la estabilidad del sistema financiero internacional. El vigor y la influencia de estas instituciones y la resistencia de los deudores a realizar acciones unilaterales parecen haber constituido un factor importante para hacer que las "soluciones negociadas" de las crisis de la deuda hayan sido hasta ahora soluciones *cuyos costos fueron soportados principalmente por las economías de los deudores.*

f) La conservación del sistema financiero internacional en su forma actual y el procedimiento adoptado para el manejo de las crisis de la deuda han tenido altos costos no sólo para los países deudores sino también para los actores no financieros del mundo desarrollado. La declinación del crecimiento (o del producto en las economías latinoamericanas) aunada a la gran transferencia neta negativa de recursos financieros del continente, tiene un costo importante para los exportadores de bienes hacia ese continente. Parecería que los intereses de agentes tales como los exportadores a la América Latina y África y los inversionistas extranjeros en estas áreas, no se han considerado suficientemente en el manejo de las crisis de la deuda.

Según cálculos de la UNCTAD (publicados en el *Trade and Development Report* de 1985), a resultas de la contracción de las exportaciones de las economías de mercado industriales hacia los países en desarrollo (relacionada con la expansión de las crisis de la deuda), entre 1982 y 1984 hubo una pérdida acumulada de empleos en los países industriales cercana a los ocho millones de hombres/mujeres-años; siete millones de hombres-años se perdieron en Europa y cerca de un millón de hombres-años en los Estados Unidos y el Canadá.

En términos más generales puede sostenerse que los intereses, las instituciones y los criterios financieros han sido extremadamente dominantes en el manejo de las crisis de la deuda. Los actores principales implicados en las negociaciones han sido los representantes de los grandes bancos privados y los bancos centrales de los países industriales, del FMI y el SPR, y los representantes de los ministerios de finanzas y/o los bancos centrales de los países deudores. En general han estado ausentes de las negociaciones los agentes privados de los países industriales que se benefician del crecimiento de los países menos desarrollados (PMD) —por ejemplo exportando a los PMD— y las instituciones internacionales públicas que se ocupan del desarrollo (por ejemplo el Banco Mundial y la UNICEF); los representantes de los PMD no han incluido tampoco las instituciones privadas o públicas implicadas en los sectores productivos de la economía.

La perspectiva adoptada (o impuesta) por los acreedores ha sido de muy corto plazo y casi exclusivamente financiera. En particular la restructuración de la deuda se realizó inicialmente con un enfoque de "rienda corta", año por año, ligado a pro-

gramas de estabilización de muy corto plazo que hacían gran hincapié en la transformación rápida de la cuenta de la balanza comercial en grandes superávit comerciales (en el caso de la América Latina) o a la reducción rápida de los déficits comerciales (en el caso de África).

Las negociaciones anuales —con las complicaciones inherentes— han implicado de hecho casi un proceso de negociación continua. Desde el punto de vista de los gobiernos de los países en desarrollo, el enfoque de las negociaciones recurrentes, impuestos por las "necesidades" del manejo de las crisis de la deuda, han distraído tiempo y energía de las preocupaciones de más largo plazo de los gobiernos de los países en desarrollo: las del crecimiento y el desarrollo.

La dominación de las instituciones y los criterios financieros en el manejo de las crisis de la deuda y el crecimiento como fenómenos puramente temporales. La implicación era que si los países en desarrollo ajustaban rápidamente sus economías, las crisis tanto de deuda como de crecimiento podrían abordarse pronto, *sin* ninguna necesidad de generar grandes cambios estructurales ya sea i) en las políticas de desarrollo de los países (excepto las invocadas tradicionalmente por instituciones como el FMI); ii) en el sistema financiero internacional, o iii) en el marco de las renegociaciones de la deuda.

Sobre todo entre 1982 y 1985 surgió una verdadera "guerra de pronósticos", los que desempeñaban claramente un importante papel en el *proceso de negociación* acerca de cómo deberían restructurarse las deudas o de cuánto deberían ajustarse las economías deudoras. Los optimistas proyectos elaborados inicialmente por instituciones tales como el FMI y los estudios de Cline de 1983 a 1984, por ejemplo, contribuyeron a la aceptación de las crisis como fenómenos coyunturales que habrían de resolverse con ajustes de corto plazo (incluso por los gobiernos deudores). Las proyecciones mucho menos optimistas o más pesimistas, elaboradas en respuesta a las más optimistas,⁵ contribuyeron a que los gobiernos deudores cuestionaran crecientemente el enfoque apoyado por el FMI y los bancos privados. Además, alrededor de mediados de 1985 se hizo evidente que, cualquiera que fuese la evolución de las variables económicas internacionales, el peso de la deuda seguiría actuando como una gran restricción del desarrollo de las naciones deudoras, lo que frenaba el crecimiento económico mundial.

Una última observación parece pertinente. En una economía

⁵ Enfoques más pesimistas aparecieron, por ejemplo, en el informe de la Secretaría de la Mancomunidad de 1984, *The Debt Crisis and the World Economy*, en UNCTAD, *Trade and Development Reports*, y en artículos tales como R. French-Davis y S. Molina, "Proposals for bank lending to LDCs in the remainder of the decade", *Journal of Development Planning*, núm. 16, 1985. Véase también S. Griffith-Jones y O. Sunkel, *The Crisis of National Development and International Debt*, Oxford University Press, 1986.

mundial que experimenta fluctuaciones muy grandes en variables internacionales estratégicas y gran incertidumbre acerca de su evolución futura, *el diagnóstico de la naturaleza del problema de la deuda y el planteo de soluciones óptimas (o apropiadas) está ligado a los pronósticos de un futuro muy incierto*, relacionado con las acciones de los agentes implicados directamente en el problema pero también con las tendencias de la economía mundial en la que algunos de estos agentes influyen en medida variable, pero que no pueden determinar o siquiera pronosticar.

Esto implica la necesidad de buscar soluciones que no sólo acomoden los intereses en conflicto de los diversos agentes comprometidos sino que también —dada la incertidumbre acerca del futuro— lo hagan de manera satisfactoria con proyectos *distintos*. Esto implicaría la adecuación de la búsqueda futura de soluciones para el establecimiento de cláusulas de contingencia y mecanismos compensatorios por una parte, y principios generales por la otra (tales como la necesidad de transferencias positivas o el crecimiento mínimo), más bien que las metas precisas de actuación numérica que han caracterizado el manejo de las crisis de la deuda y la vigilancia del ajuste en los últimos años. El acuerdo entre México y el FMI (en 1986) parece apuntar hacia el inicio de la aceptación de estos principios.

1. Evaluación del manejo y del ajuste de las crisis de la deuda, 1982-1986

Una evaluación del "manejo de las crisis de la deuda" en la América Latina, tal como se practicó entre 1982 y 1986, debe subrayar que, a pesar de los "arreglos de restructuración de la deuda y de nuevos paquetes de préstamos involuntarios", la región en su conjunto hizo una muy significativa transferencia neta negativa de recursos financieros a los países industrializados y en particular a los Estados Unidos. Esta transferencia ha promediado cerca de 25 mil millones de dólares anuales entre 1982 y 1986, y ha sido equivalente a cerca de 25% de las exportaciones totales de bienes y servicios de la región.

Las transferencias netas negativas de la América Latina en la escala indicada tuvieron dos tipos de efectos. Aunadas al gran deterioro de los términos de intercambio contribuyeron a la declinación ocurrida en el producto de la región, lo que implicó que el PIB *per capita* fuera en 1985 en promedio casi 10% menor que en 1980. Además, ni siquiera los pronosticadores más optimistas esperan que el PIB *per capita* de 1980 se recupere antes de 1990, mientras que la CEPAL y otros observadores hablan de un "decenio perdido" para la América Latina. Así pues, *"el manejo de las crisis de la deuda" ha servido para las necesidades*

Cuadro 2. América Latina: Entrada neta de capital y transferencia neta de recursos

(Miles de millones de dólares y porcentajes)

Año(s)	Entrada neta de capital (1)	Pago neto de ganancias e intereses (2)	Transferencia neta de recursos (3)=(1)-(2)	Exportaciones de bienes y servicios (4)	Transferencia neta/exportaciones (5)=(3)/(4)
1973-1981	21.2	11.0	10.1	64.4	15.8
1982	19.8	38.7	-18.9	103.2	-18.3
1983	3.2	34.3	-13.2	102.4	-30.5
1984	19.2	36.2	-27.0	114.1	-23.7
1985	2.47	35.3	-32.9	109.0	-30.2
1986	8.6	30.7	-22.1	95.2	-23.2

FUENTE: CEPAL, *Balance preliminar de la economía latinoamericana durante 1986*, diciembre de 1986.

de conservación de la supervivencia y la estabilidad de los bancos privados internacionales, pero no para el crecimiento y el desarrollo de la América Latina; también ha sido perjudicial para los agentes de los países industriales que se benefician con el crecimiento de la región.

La magnitud y la persistencia de la transferencia neta negativa de recursos financieros tuvo un segundo tipo de efectos cuyas implicaciones no se han percibido plenamente. Esto se relaciona con su efecto en el fortalecimiento de la posición negociadora de los países latinoamericanos (tanto colectiva como individualmente frente a los bancos acreedores). Cuando las transferencias netas de recursos financieros fluyen hacia un país en desarrollo, la mayor fuerza de negociación se encuentra en los prestamistas, ya que son ellos quienes deben decidir en última instancia otorgar los nuevos préstamos y transferir los fondos. Esto implica que el prestamista puede imponer fácilmente todo tipo de condiciones. Cuando las transferencias netas son negativas la mayor fuerza de negociación cambia potencialmente hacia el gobierno deudor, ya que *éste podría optar por no pagar y no hacer en última instancia la transferencia de fondos*. En consecuencia el deudor se encuentra así no sólo en posición de resistirse a las condiciones del prestamista, sino aún más fundamentalmente en posición de imponer las propias.

El problema de las transferencias netas negativas y su importancia no se enfocó correctamente al principio. El manejo de las crisis de la deuda se evaluó inicialmente (y todavía se maneja así, aunque cada vez menos) por indicadores tradicionales usados en el pasado para evaluar la restructuración de la

deuda, tales como las cantidades de la deuda restructurada como proporción de diversas variables económicas. Los arreglos sucesivos de restructuración se evaluaron incluso por los gobiernos deudores sobre una base comparativa (en relación con los arreglos logrados por el país en años anteriores o con arreglos similares logrados por otros países durante el mismo año), haciendo hincapié en avances tales como las reducciones de los márgenes, los honorarios de refinanciamiento, etcétera, que siendo importantes tienen apenas un efecto marginal en el valor de las transferencias netas negativas presentes y futuras; esto implicaba claramente la aceptación de los parámetros básicos de la solución del "ajuste de restructuración de la deuda", negociando sólo detalles en el margen. El problema de las grandes transferencias netas negativas y su evitación no parece haber formado parte de los temas negociados explícitamente antes de 1984, y empezó a surgir sólo en 1985. En 1982 no se había puesto en claro que los "arreglos en paquete" aceptados implicarían transferencias negativas netas que *serían tan grandes y particularmente tan generalizadas*, dadas las expectativas de que las tasas de interés bajarían rápidamente y, sobre todo, de que los préstamos voluntarios se reanudarían después de que los países se ajustaran y se hicieran "dignos de crédito". Además, en los círculos ortodoxos se consideraba inaceptable sumar renglones de la cuenta de capital (los flujos netos de capital) con renglones de la cuenta corriente (principalmente los pagos de intereses) para determinar las transferencias netas, un concepto que sólo recientemente han aceptado como válido los organismos financieros internacionales.

La preocupación por la cuestión de las transferencias netas negativas y la aceptación de la importancia decisiva de este concepto se han generalizado. Por ejemplo el Banco Mundial, en su análisis publicado en sus *World Debt Tables* de 1986 y 1987, asigna gran importancia a esta variable y a su efecto; de igual modo el *World Economic Outlook* del FMI de abril de 1987 señala las transferencias de recursos de los países en desarrollo como una fuente importante del retardo de su desarrollo.

II. ELEMENTOS PARA ENTENDER EL MANEJO DE LA CRISIS DE LA DEUDA

1. Las cuestiones decisivas

La descripción anterior de la forma en que se han "manejado" las crisis de la deuda parece plantear varios interrogantes fundamentales.

a) El primer interrogante —y quizá el interrogante más fundamental— es: ¿por qué se aceptaron y ejecutaron los arreglos

de la restructuración y el ajuste de la deuda, sobre todo durante el periodo de mediados de 1982 a 1985 pero no exclusivamente, mucho más de acuerdo con los intereses y los objetivos de los acreedores que con los de los deudores? Para fines analíticos, esta cuestión puede dividirse en tres interrogantes parciales: i) ¿por qué los tipos de tratos realizados en 1982 —como una respuesta inicial a las crisis de la deuda— fueron tan sesgados en favor de los intereses de los acreedores? ii) ¿por qué el enfoque de la restructuración de la deuda y el ajuste sólo cambió marginalmente durante los tres años siguientes? iii) ¿por qué a mediados de 1985, cuando surgió un consenso amplio en el sentido de que el manejo de las crisis de la deuda era poco satisfactorio tal como se había practicado hasta entonces, para todas las partes implicadas pero en particular para los países deudores, no se implantó en forma multilateral un nuevo procedimiento para la solución del problema?

Aquí surgen dos asuntos relacionados. ¿Por qué no se introdujeron en las soluciones adoptadas más elementos de suma positiva?, ¿por qué se han mostrado los gobiernos deudores tan pacientes durante un periodo tan prolongado de grandes transferencias netas negativas sin ejecutar acciones unilaterales antes y en una forma más generalizada?

b) El segundo interrogante es: ¿cómo se explican las diferencias entre los arreglos de ajuste de la deuda logrados por países individuales? En realidad, ¿existían grandes diferencias entre los arreglos obtenidos por países diferentes?

c) El tercer interrogante se relaciona con la forma de la variación anual de los nuevos arreglos de restructuración de la deuda y de dinero nuevo durante el periodo estudiado para todos los países. ¿Hasta qué punto hubo un modelo de evolución común en el periodo 1982-1986, implicando una mejora de ciertas condiciones marginales favorables (por ejemplo, la reducción o la eliminación del honorario de restructuración, y la reducción de los márgenes), acompañada de una reducción del nivel de los créditos nuevos que fluyen de los bancos privados? ¿Hasta qué punto han implicado una mejora cualitativa los arreglos logrados multilateralmente (en particular el arreglo mexicano) después de 1985?

Los interrogantes 2 y 3 plantean el problema de la medición de arreglos diferentes.

2. Las medidas comunes

Es necesario plantear medidas comunes para dos aspectos claramente interrelacionados pero que pueden separarse en términos analíticos: las negociaciones de la deuda propiamente dichas y el ajuste. En ambos casos la comparación se hará básicamente para cada país estudiado entre lo que habría ocurrido si el

arreglo no se hubiera realizado y lo que se convino como parte del arreglo efectivo.

a) *Medidas comunes para los arreglos de restructuración de la deuda.* El indicador más importante de la mejora lograda por un arreglo de restructuración de la deuda en la situación de divisas de un país es el cambio que haya implicado (en relación con la situación anterior a la restructuración) en la transferencia neta de recursos financieros del país para el año en que se celebró el arreglo y para los años siguientes (digamos para los siguientes cuatro años) debidamente descontados. Para establecer una base comparativa entre los países estudiados tendrá que compararse el valor de este cambio en el (los) año (s) correspondiente (s) con indicadores que reflejen el tamaño de la economía, tales como el nivel de las exportaciones e importaciones del país, su déficit de cuenta corriente, su PIB y su nivel de inversión interna bruta. (El tipo de cambio usado en la conversión sería el promedio del año correspondiente.) Otro indicador importante de la "bondad" del arreglo, así como del potencial de negociación posterior del país, es si después del arreglo de restructuración la transferencia neta de recursos financieros es negativa, y de ser así, a qué escala, normalizada de nuevo como proporción de las exportaciones e importaciones del país, su déficit de cuenta corriente, su PIB y su nivel de inversión interna. La ventaja de este indicador es que toma en cuenta no sólo los cambios ocurridos en los flujos del servicio de la deuda sino también los nuevos flujos crediticios obtenidos.

Un segundo indicador —de cálculo más complejo y más importante para el mediano y el largo plazos— es la medida en que un arreglo particular afecta el cambio del valor presente neto de la deuda; esto puede calcularse como el cambio en la cuenta corriente de pagos de intereses y amortizaciones (antes y después de la restructuración). Al igual que en el caso del indicador anterior es necesario normalizar el cambio en el valor presente neto de la deuda (VPND) comparándolo con el tamaño del VPND antes de la restructuración. Este indicador tiene el problema de requerir un pronóstico de largo plazo para las tasas de interés.

Un tercer indicador para la evaluación de los arreglos de restructuración de la deuda⁶ se refiere a la evolución de los aspectos financieros destacados en las negociaciones y a su evaluación en el periodo 1982-1986. Aunque tal indicador es posiblemente de cálculo más fácil, su importancia —aunque clara— es secundaria por comparación con variables tales como

⁶ CEPAL, Cuaderno 47, *La economía de América Latina en 1982. Evolución general, política cambiaria y renegociación de la deuda externa*, Santiago de Chile, 1984, y para datos recientes R. Devlin, "La deuda externa vs. el desarrollo económico: América Latina en la encrucijada", *Revista de la CEPAL*, núm. 27, diciembre de 1985.

el cambio en el total neto de los flujos de recursos financieros antes mencionado.

En los estudios de la CEPAL se ha elaborado un útil indicador compuesto para reflejar el cambio en las condiciones financieras de la deuda después de la restructuración, donde C se refiere a las comisiones o los honorarios de restructuración, P es el periodo total de la amortización y M es el "margen" sobre la LIBOR. Los valores se calculan comparando la situación posterior a los arreglos (1) y anterior a ellos (0) y ponderando por los valores del crédito implicado.

El indicador usado es

$$\frac{\frac{C_1 + M_1}{P_1}}{\frac{C_0 + M_0}{P_0}} - 1$$

Un problema de este indicador es que acepta una "sustitución" entre vencimientos más largos y costos más altos.

b) *Medidas de ajuste comunes.* Quizá sea más compleja aún la búsqueda de medidas de ajuste comunes y comparables que se requieran como condición de los arreglos de restructuración con dinero nuevo.

Un primer indicador cualitativo distingue entre los países que tuvieron que firmar un acuerdo de tramo superior del crédito con el FMI como condición del (de los) paquete (s) de restructuración y dinero nuevo, y los países que no tuvieron que firmarlo. Dentro del primer grupo de países podrían distinguirse los que han firmado una Facilidad de Fondo Ampliado (FFA) y los que han operado con acuerdos contingentes (*stand-by*) repetidos, ya que hay indicios de que la FFA ha sido relativamente más eficaz que el acuerdo de contingencia para la protección del crecimiento.⁷

Seguindo a Williamson,⁸ el indicador fundamental compararía el desempeño económico del país aceptado en el contexto del programa del FMI con lo que habría ocurrido sin la participación del Fondo. (Un buen indicador de esto último podría ser el de las metas del programa macroeconómico del gobierno al inicio de las negociaciones o antes de ellas.) Existe aquí una relación clara con el indicador anterior de las ganancias obte-

⁷ T. Killick (comp.), *The Quest for Economic Stabilisation: the IMF and the Third World*, Heinemann, 1984.

⁸ J. Williamson, "On Judging the Success of IMF Policy Advice", J. Williamson (comp.), *IMF Conditionality*, Instituto de Economía Internacional, Washington, D. C., 1983.

nidas con la restructuración de la deuda y el dinero nuevo, ya que la disponibilidad relativamente mayor de divisas (o la salida neta negativa menor, como ocurre en la mayoría de las economías latinoamericanas desde 1982) debería permitir por lo menos en potencia que el ajuste de la economía fuera menos doloroso de lo que sería sin la restructuración y el dinero nuevo. Cuando ello es posible resulta interesante —aunque difícil— comparar las metas y el desempeño económicos con el ajuste apoyado por el Fondo (resultado convenido y efectivo) con el “mejor resultado potencialmente alcanzable”.⁹

Estas comparaciones no deben centrarse primordialmente en los “criterios de desempeño” del propio Fondo, que son algo estrechos y financieramente sesgados, sino en algunas variables económicas decisivas: la variación en el nivel del PIB y el del empleo; la razón de la inversión al PIB, y el nivel del ingreso de 20 (40)% más pobre de la población así como su participación en el ingreso total. Otros indicadores (de naturaleza más financiera), ligados a la viabilidad del programa en el mediano plazo, se medirían por la cuenta corriente de la balanza de pagos y la tasa de inflación. La rapidez y el nivel de la ortodoxia del ajuste no se relacionan mecánicamente a la existencia de un acuerdo de tramo superior del crédito con el Fondo. Por ejemplo, algunos países no tienen tal acuerdo con el FMI y sin embargo aplican políticas muy ortodoxas (véase el capítulo de A. M. Alvarez); por otra parte, algunos países parecen cada vez más capaces de incluir metas de crecimiento más elevadas y algunos elementos poco ortodoxos en sus acuerdos con el FMI (véase por ejemplo los capítulos de R. Villarreal y E. Rodríguez).

c) *Otras variables implicadas en los arreglos del ajuste de restructuración (dinero nuevo).* Ciertas variables del ajuste de restructuración con dinero nuevo son difíciles de cuantificar pero importantes para las partes implicadas.

Un renglón muy importante es el tratamiento de los préstamos hechos originalmente al sector privado del país deudor, y en particular la medida en que el gobierno del país deudor haya garantizado *a posteriori* los préstamos hechos originalmente al sector privado sin garantía, o haya hecho otras concesiones menores en esta esfera.¹⁰

Otros aspectos que forman parte de los “arreglos en paquete”, pero que son difíciles de cuantificar, se relacionan con cosas tales como las preferencias comerciales o los grandes contratos específicamente ligados a un “paquete financiero”, tales

⁹ Véase Williamson, *op. cit.*

¹⁰ Véase un examen detallado de las garantías gubernamentales *a posteriori* para las deudas privadas en el caso chileno en R. French-Davis y J. de Gregorio, *La renegociación de la deuda externa de Chile en 1985: Antecedentes y Comentarios*, Colección de Estudios CIEPLAN núm. 17.

como el arreglo negociado en 1982 por los Estados Unidos y México sobre el petróleo.

3. Elementos teóricos importantes

En esta sección trataré de utilizar la bibliografía teórica pertinente por su contribución potencial a la solución de los interrogantes planteados antes.

a) *La contribución de la teoría de la negociación.* Suponemos que el estudio del *proceso* de regateo y negociación puede contribuir al entendimiento de los *resultados* del ajuste de restructuración de la deuda con dinero nuevo. La mayoría de los estudios realizados sobre la restructuración de la deuda y el ajuste consideran estas cuestiones como si fueran puramente analíticas (y buscan soluciones analíticamente “óptimas”). Un enfoque puramente analítico es más importante cuando los actores implicados acuerdan fundamentalmente acerca de los valores, los principios y los criterios para la decisión.¹¹ La importancia del *proceso* de negociación de la restructuración y el ajuste de la deuda parece de particular importancia en un contexto donde existen grandes conflictos de intereses y percepciones entre las partes implicadas. El hincapié en las negociaciones y el regateo resulta apropiado en un contexto donde claramente no están operando los mecanismos tradicionales del mercado (por ejemplo, para la determinación de los niveles de los préstamos internacionales privados o su precio), de modo que no hay un resultado fijo derivado de mecanismos tales como los de oferta y demanda, sino un resultado derivado de negociaciones complejas entre las partes.

En general seguiremos la definición de Zartman¹² de la negociación como un proceso de dos (o más) partes que combinan sus conflictivos puntos de vista en una sola decisión. Según Zartman “se toma una decisión cambiando la evaluación que hacen las partes de sus valores, a fin de combinarlos en un solo paquete mediante la persuasión, la coerción o la fuerza”. Se considera la negociación como un proceso de toma conjunta de decisiones en que ambas partes son necesarias para la decisión, lo que implica que cada una de las partes tiene poder de veto.

b) *Las etapas del manejo de las crisis de la deuda y sus rasgos principales.* Las ideas de la teoría de la negociación parecen útiles, en primer lugar, para distinguir las etapas del manejo

¹¹ Véase R. W. Cox y H. K. Jacobson, *The Anatomy of Influence Decision Making in International Institutions*, Yale University Press, 1973.

¹² Véase W. Zartman, “Negotiation as a Joint Decision-Making Process”, W. Zartman (comp.), *The Negotiation Process: Theories and Applications*, Londres, Sage Publications, 1978, y W. Zartman, “Global negotiations: path to the future or dead-end street”, *Third World Quarterly*, abril de 1984.

de las crisis de la deuda, como ha ocurrido desde 1982. Zartman, *op. cit.*, describe tres tipos de negociaciones. Llama al primero el enfoque de la fórmula y el detalle, donde los negociadores buscan primero una solución y luego regatean y aclaran los detalles. En este contexto "las negociaciones buscan una definición general de las cuestiones en análisis, concebidas y agrupadas de modo que sean susceptibles de un acuerdo conjunto conforme a una noción común de la justicia. Una vez logrado un acuerdo sobre una fórmula es posible pasar a los aspectos específicos de las cuestiones y al intercambio de propuestas, concesiones y acuerdos". El enfoque de la fórmula y el detalle subraya que en el momento de la búsqueda de una fórmula la propia lista de las cuestiones sujetas a negociación es un tema de la negociación.

El segundo tipo del estilo de negociación es la concesión y la convergencia, donde ambas partes se acercan a un resultado mutuamente aceptable mediante ofertas, contraofertas, amenazas y promesas. Como señala Zartman, pueden coexistir diferentes modos de negociación. Por ejemplo, las negociaciones de concesión y convergencia aplican a menudo el enfoque de la fórmula y el detalle una vez identificada una fórmula. En efecto, una vez bien establecidas las cuestiones para discusión mediante un acuerdo previo podrá ocurrir la negociación de convergencia y concesión.

Un tercer tipo del estilo de negociación identificado por Zartman es la construcción progresiva, en que las partes se ocupan de temas relacionados en pláticas secuenciales durante largo tiempo. Usando los dos primeros tipos de negociaciones es posible distinguir tres fases separadas dentro de las negociaciones del ajuste de reestructuración de la deuda con dinero nuevo.

Fase 1. Durante la primera fase se elaboró la "fórmula" para el arreglo de las crisis de la deuda de los grandes deudores. La fórmula se elaboró inicialmente para México en 1982 y luego se aplicó de modo muy similar a varios grandes deudores latinoamericanos que afrontaban una crisis de la deuda.

Los altos funcionarios públicos (tanto mexicanos como norteamericanos) y los bancos acreedores se encontraban en "aguas desconocidas". Los precedentes que existían eran moratorias unilaterales (como en los años treinta), o la reestructuración tradicional tal como la aplicada principalmente en el contexto del Club de París. Los deudores descartaron en esta etapa la acción unilateral, debido al efecto negativo que pensaban tendría tal acción no sólo en su economía sino también en la estabilidad del sistema financiero internacional. La fórmula adoptada se aproximaba a los procedimientos ya establecidos en anteriores reestructuraciones de la deuda, aunque la naturaleza y el análisis del problema eran cualitativamente muy diferentes; se introdujeron elementos innovadores, entre los cuales es posible que se haya

destacado más ampliamente (sobre todo por los acreedores) la creación de los "préstamos involuntarios". Es posible que no se consideraran siquiera algunas opciones intermedias, tales como cierto perdón de la deuda o de los intereses, o que no se hayan negociado por los deudores con vigor suficiente. Los parámetros de las negociaciones se definieron así estrechamente en relación con el monto del dinero nuevo, los márgenes, los periodos de gracia, los periodos del pago total e incluso la magnitud de los honorarios de la reestructuración; el monto del dinero nuevo comprendido en los "préstamos involuntarios" tenía que ser claramente menor que el total de los pagos del servicio de la deuda conduciendo así a transferencias netas negativas; los gobiernos deudores no parecían cuestionar a la sazón las transferencias netas negativas y su absurdidad ni su efecto negativo en el crecimiento de sus economías.

Al aceptar los parámetros básicos sugeridos por los acreedores como una fórmula, los deudores fueron atrapados durante los tres años siguientes en un regateo con los acreedores sobre variables estrechamente definidas y por tanto muy marginales para el resultado, y que no cambiaban el hecho fundamental de que el manejo de las crisis de la deuda se realizaba de modo que resultaba mucho más provechoso para los intereses de las instituciones acreedoras que para los intereses de las economías deudoras (y en términos más generales para los intereses de quienes se benefician con su crecimiento).

Así pues, los interrogantes fundamentales respecto a la fase 1 son: *i)* ¿por qué la "fórmula" acordada se aproximó mucho más a los intereses de las instituciones acreedoras que a los intereses de las economías deudoras? (aspecto distributivo), y *ii)* ¿por qué la "fórmula" acordada no tuvo más "elementos de suma positiva"? es decir, ¿por qué no incluyó más elementos de interés y beneficio común para ambas partes? El único elemento de suma positiva —aunque muy decisivo— fue la conservación de la estabilidad del sistema financiero; otros elementos tales como la seguridad de niveles mínimos de crecimiento en las economías deudoras y/o la garantía de niveles mínimos de ingreso y bienestar para los estratos más pobres no se consideraron activamente en la "fórmula" acordada.

En lo que sigue trataré de utilizar algunas hipótesis para explicar por qué la "fórmula" acordada para el manejo de las crisis de la deuda en 1982 no se aproximó más a "la combinación óptima de los intereses de ambas partes", sino que consistió en un arreglo que favoreció más los intereses de los acreedores que los de los deudores.

i) Un primer elemento en la explicación de la naturaleza de la "solución" al manejo de las crisis de la deuda son las relaciones de poder relativo, así como su percepción básica por los actores participantes. Es probable que los gobiernos deudores percibieran que la acción unilateral (o negociación dura

sobre la deuda) provocaría la ira de los gobiernos sede de los bancos acreedores y pondría en peligro la estabilidad del sistema financiero internacional. Los gobiernos deudores percibieron que los costos de la acción unilateral (o de negociación muy dura) superarían ampliamente los beneficios de tal acción. No se percibió plenamente la potencialidad negociadora que darían las grandes transferencias netas negativas en particular a los grandes deudores, en parte porque a la sazón no se conocía la magnitud de tales transferencias ni su generalización.

ii) La percepción de los costos y los beneficios de la negociación dura y/o la posibilidad de la acción unilateral estaban claramente ligadas al hecho de que las economías latinoamericanas se habían integrado muy estrechamente a la economía mundial durante la posguerra, y al de que los gobiernos en el poder cuando estallaron las crisis de la deuda consideraban esta integración como algo positivo y valioso.

En la medida en que los costos del manejo de las crisis de la deuda para las economías deudoras se consideraban temporales, éstos se percibían como un sacrificio de corto plazo, conveniente en el contexto de las ventajas que proporcionarían en el largo plazo la continuación de la integración al sistema. Es claramente en este contexto que los pronósticos "optimistas" de las tendencias económicas internacionales (como se explicó antes) desempeñaron un papel importante en la percepción del problema como algo "temporal". La gran moda de la creencia en la eficiencia absoluta del mercado privado reforzaba la percepción de que la interrupción de los préstamos internacionales privados "voluntarios" sería breve y se superaría rápidamente.

A medida que los costos del manejo de las crisis de la deuda se consideran crecientemente como demasiado elevados y de largo plazo, ocurre dentro de los países deudores y sus gobiernos un cambio hacia la creciente influencia de las fuerzas políticas que valían menos los beneficios de la integración estrecha a la economía mundial y que son menos temerosos del costo de la destrucción o la modificación de algunas relaciones.

iii) Cuando estallaron las crisis de la deuda los intereses de los acreedores bancarios se basaban en sus objetivos comerciales; su meta después de 1982 era minimizar las pérdidas corrientes (y si fuera posible maximizar las ganancias corrientes), y minimizar las pérdidas futuras. (Antes de 1982 se diría que los bancos perseguían metas más complejas, tales como la expansión de sus operaciones con los países en desarrollo, la expansión global de los activos, etcétera.) Los intereses de los gobiernos deudores eran mucho más complejos y más difíciles de articular en términos de objetivos claros. Si el Estado se define no como un actor unitario sino como una colectividad social compleja, con intereses extranjeros y nacionales, cada uno de ellos con su concepción provisional del interés nacional

global relacionado ideológicamente con su propio interés especial, el proceso de definición de las metas se tornará muy complejo. Es posible que los gobiernos deudores no tuvieran inicialmente un propósito y una estrategia muy clara para el manejo de la crisis de la deuda de modo que respondían principalmente a las iniciativas de los acreedores.

iv) Los acreedores también habían desarrollado antes, en un contexto muy diferente (véase arriba), una fórmula y un procedimiento que implicaban básicamente la salvaguardia de sus intereses y aseguraban un tratamiento equitativo entre los acreedores. ¡El precedente se encontraba del lado de los acreedores!

Schelling, *op. cit.*, destaca la importancia del precedente y la iniciativa como ventajas significativas en la negociación. Sostiene Schelling que "se trata de ser el primero con una oferta firme. La responsabilidad completa del resultado corresponde entonces a la otra parte, la que puede tomarlo o dejarlo a su elección (de modo que tiene un fuerte incentivo para tomarlo). La negociación ha terminado; el compromiso (es decir la primera oferta) gana".

Surgió aquí una diferencia clara con la fase que comienza en 1985, en que los deudores formulan crecientemente sus propias propuestas de solución y aun realizan una acción unilateral que redefine radicalmente los parámetros de la "solución".

v) Parece que en su conjunto los acreedores podían usar durante esta etapa sus tácticas de negociación mejor que los deudores, no sólo en las negociaciones en los renglones específicos de la agenda, por ejemplo los márgenes, sino en el mantenimiento de los renglones de la negociación dentro de estos temas muy limitados, lo que es mucho más importante. Es digno de señalar el hecho de que mientras temas como "el tope del interés", incluso el de naturaleza concesionaria, se discutieron ampliamente en los países industriales, en las discusiones concretas entre los acreedores, el FMI y los países deudores individuales ni siquiera se discutieron tales opciones. Las técnicas tradicionales de la negociación por medio de amenazas y promesas se usaron más persuasivamente por los acreedores que por los deudores, debido en parte tal vez al hecho de que los primeros tienen un gran conjunto de restricciones "procesales" (por ejemplo las convenciones de regulación y contabilidad para el tratamiento de la falta de pago de intereses y amortizaciones de los préstamos bancarios, los "criterios de actuación" del FMI, etcétera).

Conscientemente o no los acreedores pudieron usar con brillantez el principio (presentado por ejemplo en Schelling, *op. cit.*) de hacer más efectivas las amenazas descomponiéndolas en una serie de amenazas consecutivas más pequeñas, lo que daba a los acreedores la oportunidad de declarar o amenazar con declarar los préstamos en mora o aun de valor deteriorado

(después de que ciertas fechas límite se superaran o fueran superadas), *sin obligarlos a declarar la mora total*, lo que probablemente habría sido más dañino para ellos que para los deudores. Así pues, se hizo gran hincapié en el respeto de ciertas fechas límite (por ejemplo no más de 90 días de intereses atrasados), lo que condujo las negociaciones a ejercicios en extremo azarosos que distraían la atención de la opción de cambiar las reglas del juego y en última instancia obligaban a la mayoría de los deudores a alinearse con los procedimientos básicamente determinados por los acreedores. Esto parece ilustrarse bien con las negociaciones entre la Argentina, sus acreedores bancarios y el FMI durante 1984. Los acreedores pudieron transformar así "una amenaza definitiva por otra menos continua". Los deudores podrían haber usado la descomposición de las amenazas de una manera similar, por ejemplo reduciendo los pagos del servicio de la deuda mientras persistían los pagos de transferencias netas negativas, o mientras crecían sus exportaciones por debajo de ciertos niveles mínimos, al mismo tiempo que se comprometían al servicio de la deuda en el largo plazo, una vez superadas tales condiciones, desplazando así la responsabilidad de evitar atrasos en el corto plazo y mora en el largo plazo en medida mucho mayor hacia los bancos acreedores y sus gobiernos. Desde 1985 algunos gobiernos deudores, por ejemplo el del Perú, empezaron a usar tales tácticas. La búsqueda en los países en desarrollo (y entre quienes simpatizan con su crecimiento y desarrollo) de propuestas que permitan una reducción de los pagos del servicio de la deuda *sin* conducir a desarrollo problemáticos para los bancos acreedores (por ejemplo cambiando las regulaciones y estableciendo contribuciones de las instituciones oficiales), también puede considerarse como debilitante de la amenaza de derrumbe del sistema bancario como un mecanismo para presionar en favor de altos pagos del servicio de la deuda; tales medidas se han tornado más viables a medida que los bancos privados han elevado sus provisiones para pérdidas de préstamos, han fortalecido su capital y han mejorado considerablemente sus razones de capital a activos desde 1982 (véase el capítulo de conclusiones).

Los gobiernos deudores han sido estrechamente supervisados en el corto plazo en sus compromisos de ajuste de sus economías (de ordinario mediante los rigurosos criterios de actuación de la condicionalidad del tramo crediticio superior del FMI), mientras que los acreedores se comprometían principalmente a restablecer flujos importantes sólo *en el futuro*. Es interesante observar que el FMI exigió un compromiso de "préstamos involuntarios" a los bancos acreedores, pero no fijó mínimos respecto al total de los préstamos nuevos, el que se encontraba muy por debajo de los "préstamos involuntarios", como vimos

en el cuadro 1 anterior, al reducirse drásticamente otros renglones. Quizá pudiera haberse institucionalizado la orientación regular de la "actuación" de los acreedores por parte de los gobiernos deudores.

Un aspecto relacionado de la negociación entre deudores y acreedores fue la medida en que los bancos podían usar efectivamente en provecho propio las diferencias entre sus objetivos y posiciones. El monto de los nuevos préstamos por la totalidad de los bancos estaba severamente limitado por la renuencia de los bancos pequeños a hacer cualquier préstamo y por la *necesidad* de alcanzar una cifra de aumento de recursos préstamos que fuera también aceptable para los más renuentes de los acreedores, de modo que el comité de asesoramiento estaba restringido en cuanto a la cantidad de nuevos préstamos que se podrían obtener de los menos cooperativos de sus miembros!

vi) Una de las razones de que los aspectos negociados fueran tan estrechos parece haber sido que muchas de las variables estratégicas que afectaban las transferencias netas de recursos financieros estaban fuera de la competencia y la responsabilidad de los agentes negociadores, los bancos comerciales y los gobiernos deudores.¹³ Así, las negociaciones con los bancos podían afectar los pagos hechos a los bancos por concepto de márgenes (sobre la tasa de interés del mercado), así como los honorarios y las comisiones de los bancos, elementos que sin embargo tenían un efecto bastante marginal en el servicio de la deuda total; no obstante, los bancos *no podían hacer prácticamente nada* para influir en el nivel general de las tasas de interés, ya que éste se determina por las políticas gubernamentales en los países industriales; el nivel de la tasa de interés no sólo era mucho más importante que los elementos dependientes de la discreción de los bancos, sino que además era con mucho el factor singular más importante para la determinación de la magnitud global de las obligaciones del servicio de la deuda. Tampoco podrían los bancos, en particular los norteamericanos, permitir que se atrasaran los pagos de intereses sin tener que excluirlos del ingreso recibido, a menos que las autoridades reguladoras gubernamentales permitieran tal procedimiento; por ejemplo, cualquier forma de tope a los intereses habría implicado menores ganancias para los bancos norteamericanos, algo que los bancos trataban claramente de evitar.

Como señala Dell, fue la naturaleza limitada del foro donde se negociaron los paquetes de restructuración de la deuda y el dinero nuevo lo que condujo a los signatarios del Consenso de Cartagena a pedir en abril de 1985 "un diálogo político entre los países acreedores y deudores, un diálogo que debe estructurarse y realizarse en un foro apropiado" (sin cursivas en el

¹³ Véase S. Dell, "Crisis management and the debt problem", *International Journal*, otoño de 1985.

original). Entre las propuestas concretas del Consenso de Cartagena hubo varias relacionadas con las variables determinantes de las transferencias netas; por ejemplo, la primera propuesta instaba a "la adopción de medidas conducentes a la reducción inmediata y drástica de las tasas de interés nominales y reales en los mercados internacionales como... un objetivo fundamental hacia el que deberían dirigir los gobiernos de los países industrializados sus mejores esfuerzos". Sin embargo, sobre todo hasta fines de 1985, estas peticiones no parecían tener un efecto muy grande en los aspectos principales que se estaban negociando.

vii) Así pues, un último (pero no menos importante) elemento explicativo de la debilidad relativa de los deudores en relación con los acreedores es que estos últimos desarrollaron rápidamente ciertas instituciones para coordinar sus estrategias, superar o aprovechar sus diferencias y negociar conjuntamente, mientras que las instituciones que coordinan los intereses de los deudores surgieron mucho más lentamente y eran mucho menos eficaces en el contexto de la negociación, ya que las negociaciones financieras decisivas se realizaban sobre una base individual (para los deudores) y sin términos de referencia conjuntamente establecidos o sin posiciones de negociación mínimas.

Fase 2. Esta fase del manejo de las crisis cubre ampliamente el periodo de fines de 1982 al segundo trimestre de 1985, cuando las negociaciones siguieron aproximadamente el enfoque de concesión y convergencia; como vimos antes, la agenda para las negociaciones de restructuración de la deuda con dinero nuevo se definía muy estrechamente en relación con las discusiones sobre márgenes, periodos de gracia, periodos de pago total, monto de los honorarios de la restructuración y cantidad del crédito nuevo (esto último también dentro de límites muy estrechos). Respecto al ajuste, en la mayoría de los casos insistían los bancos acreedores, como una condición para la negociación de la restructuración de la deuda y los flujos nuevos, que los países convinieran con el FMI un crédito de tramo superior, lo que implicaba de nuevo que el proceso de las opciones de política en el ajuste estuviera severamente limitado por el tipo de paquete preferido por el FMI y por el control periódico y riguroso de los "criterios de actuación" que tal acuerdo implica.

El compromiso de todas las partes con la "fórmula" amplia se fortaleció, sobre todo durante 1984, por la significativa recuperación de los países industriales iniciada en los Estados Unidos. Se justificaba cierto hincapié inicial de los deudores en la reducción de los costos financieros cargados por los bancos (por ejemplo los altos honorarios de restructuración y los grandes márgenes), ya que estos costos habían aumentado marcadamente durante la primera ronda de renegociaciones de la deu-

da en 1982-1983. En efecto, de acuerdo con cálculos de la CEPAL,¹⁴ la mayoría de los deudores experimentó un deterioro de los términos (que incluyen el cambio en las comisiones, en los márgenes y en los periodos de amortización) de 100 a 250%, lo que implicaba un aumento de alrededor de 20% en el costo financiero real del crédito.

En virtud de que los deudores habían sufrido un gran deterioro de las condiciones financieras de sus préstamos, y dado que los parámetros de la negociación se habían ya limitado para otorgar preferencia a estas cuestiones, la mayoría de los deudores trataba de lograr una mejora de estos términos durante rondas sucesivas; también se otorgaba gran prioridad a esta cuestión en las posiciones colectivas de los gobiernos deudores, reflejada por ejemplo en la propuesta formulada en el Consenso de Cartagena de junio de 1984 de que "los márgenes de la intermediación y otros costos relacionados deberían reducirse a un mínimo, y los honorarios y las comisiones deberían eliminarse". A resultas de la presión ejercida por los deudores en las negociaciones sobre este punto, durante 1983-1984 y sobre todo durante 1984-1985, se logró una marcada mejora en el costo negociado del crédito; los márgenes declinaron, las comisiones de restructuración se redujeron drásticamente —bajando a cero en varios casos—, y los periodos de amortización aumentaron significativamente. Por otra parte, los arreglos de 1983-1984 y sobre todo los de 1984-1985 se caracterizaron por una declinación significativa del "dinero nuevo" prestado por los bancos, como parte de los paquetes de restructuración.

Fase 3. Desde mediados de 1985 los gobiernos deudores de la América Latina y África percibieron cada vez con mayor claridad que el manejo de las crisis de la deuda tal como se había practicado desde 1982 era excesivamente costoso para sus economías, por ello se mostraron cada vez más dispuestos (de manera individual y colectiva) a ir más allá de la crítica de la práctica corriente y formular sus propias propuestas sobre cómo deberían manejarse las crisis, e incluso estaban dispuestos a realizar acciones unilaterales. El gobierno de los Estados Unidos respondió —por medio de la llamada iniciativa Baker— formulando una propuesta que reflejaba algunas de las preocupaciones de los gobiernos deudores y otras referentes a las limitaciones percibidas en el manejo anterior de las crisis de la deuda. Al igual que la fase 1 antes descrita, la fase 3 podría colocarse en general en la categoría de Zartman de la búsqueda de una "solución nueva", por oposición a las negociaciones mucho más limitadas de concesión y convergencia sobre los detalles de una "fórmula" aceptada que se habían presentado en

¹⁴ CEPAL, *External Debt in Latin America, Adjustment Policies and Renegotiation*, Lynne Rienner Publishers, Colorado, 1985. Estudio preparado por A. Bianchi, R. Devlin y J. Ramos. Véase también R. Devlin, *op. cit.*

los tres años anteriores; sin embargo, difiere de la fase I en que los gobiernos deudores se muestran más activos en la formulación de propuestas, incluso interrumpiendo en algunos casos las negociaciones sobre la "nueva solución" mediante una acción unilateral.

Particularmente claro en las acciones peruanas y brasileñas, pero también implícito en las contrapropuestas al Plan Baker hechas por el grupo de deudores de Cartagena en diciembre de 1985, se percibe un significativo cambio de hincapié. Hasta mediados de 1985, cuando la iniciativa se encontraba en las manos de los acreedores, el objetivo principal del manejo de las crisis de la deuda era *asegurar los pagos del servicio de la deuda*, ya fuera de acuerdo con el calendario original o bien —en la medida en que los acreedores aceptaran la reestructuración— con un calendario de pagos modificado por acuerdo mutuo; el gobierno deudor tenía que tratar entonces de "ajustar la economía de su país a fin de poder servir las deudas en el calendario original o el modificado. En las acciones del gobierno peruano desde 1985, en las acciones similares de los gobiernos africanos y también en la acción unilateral realizada por el gobierno brasileño en febrero de 1987 el objetivo principal es asegurar un mínimo de crecimiento económico para sus economías, lo que determina el máximo del servicio de la deuda que tales países están dispuestos a pagar o que pueden pagar. Si se siguiera efectivamente tal enfoque, ello implicaría que el sistema financiero internacional tendría que "ajustarse" a las metas de crecimiento mínimo de las economías deudoras. La necesidad de buscar una "solución nueva" a las crisis de la deuda y el crecimiento surgió por varias razones que al parecer se refuerzan recíprocamente.

i) Primero, a partir de 1985 hubo un deterioro del ambiente económico internacional, sobre todo en los aspectos básicos que afectaban negativamente las restricciones externas del crecimiento de las economías deudoras. Entre estos rasgos se encontraban el abatimiento del volumen del comercio mundial y, más importante aún, la continuación de una marcada declinación de los precios de los bienes básicos; esto se acompañó de una nueva reducción de los préstamos netos de los bancos a las economías deudoras, en particular las latinoamericanas.

Así se minaban dos de los supuestos económicos fundamentales en los que se basaba la estrategia de las crisis de la deuda después de 1982. El primero había sido que el crecimiento rápido de los países industriales generaría un potencial de rápido crecimiento en las economías deudoras. El segundo era que los "préstamos bancarios involuntarios" se transformarían rápidamente en "préstamos bancarios voluntarios" a medida que se ajustaban las economías deudoras y se restablecía su crédito. La disposición de los países deudores a servir sus deudas fue

estimulada inicialmente por la promesa de mayores préstamos privados en el futuro. La disposición de los bancos privados a hacer por lo menos "préstamos involuntarios" se sostuvo inicialmente por su expectativa de que continuaría el servicio de la deuda de los países. Estas dos actitudes se habían debilitado crecientemente a mediados de 1985; por una parte, los gobiernos latinoamericanos se preocupaban cada vez más porque no recibían flujos nuevos a pesar de sus grandes sacrificios en términos de ajuste nacional; por la otra, los bancos se mostraban cada vez más reacios desde principios de 1985 a aumentar su exposición en la América Latina, ya fuera "voluntaria" o "involuntaria". A resultas sobre todo de la gran declinación de los préstamos privados nuevos a la región las transferencias netas negativas de la América Latina aumentaron efectivamente en 1985, en términos absolutos y más aún como proporción de las exportaciones totales.

Por desgracia las tendencias económicas mundiales confirmaron en 1986 el diagnóstico formulado a mediados de 1985. Aunque el comercio mundial total aumentó ligeramente más de prisa que en 1985, los precios de los productos primarios continuaron bajando en términos reales; de acuerdo con las cifras del Banco Mundial los precios de los productos primarios no petroleros, comparados con los precios de las exportaciones de manufacturas, bajaron 10% en 1986 para alcanzar su nivel más bajo en cincuenta años por lo menos. Como vimos antes (cuadro 1), los nuevos flujos bancarios privados netos no sólo continuaron esta declinación sino que se tornaron negativos durante la primera mitad de 1986.

ii) La tolerancia de un continuo crecimiento muy lento o del estancamiento en la mayoría de los países latinoamericanos y de transferencias netas negativas generalizadas se redujo más aún por efecto de la transición en varios países de la región (incluidos dos de los mayores deudores) a formas de gobierno mucho más democráticas. Estos gobiernos nuevos tenían más legitimidad y respetabilidad internacional, de modo que sus demandas eran escuchadas con mayor seriedad por los gobiernos industriales y la comunidad internacional. Quizá fuera más importante el hecho de que los gobiernos democráticos obviamente tenían que responder a la opinión pública de sus países de manera mucho más directa que los gobiernos autoritarios. En consecuencia, tales gobiernos pueden decir genuinamente a sus acreedores que su capacidad para servir las deudas está limitada no sólo por su propia disposición a hacerlo, sino también por la disposición de la rama legislativa, y que está condicionada por las presiones de los sindicatos, las asociaciones de empresarios industriales, etcétera. Dado que prácticamente en toda Latinoamérica hay una base de apoyo para conceder mayor prioridad al crecimiento y el desarrollo que al servicio de la

deuda, la presión de la opinión pública, de los grupos organizados y/o de los parlamentos tiende a limitar la "capacidad" de los gobiernos deudores para el servicio de la deuda más allá de cierto punto. Como se establece en la teoría de la negociación (véase Schelling, *op. cit.*), "el poder de un negociador se basa a menudo en una incapacidad manifiesta para hacer concesiones y aceptar demandas, de modo que la capacidad de un gobierno democrático para atarse a la opinión pública puede ser diferente de la capacidad de un gobierno totalitario para aceptar tal compromiso".

Ligados de manera importante a los cambios de régimen político, pero también a la generalidad inesperada de los sacrificios económicos requeridos por el continuo servicio de la deuda, los gobiernos deudores han asignado cada vez mayor importancia a las opiniones y las necesidades de su pueblo en relación con las de sus acreedores. La magnitud de los costos del ajuste que soportan las economías latinoamericanas y africanas, y en particular los grupos más pobres y más vulnerables de esos países,¹⁵ se ha percibido más ampliamente y ha tenido un efecto creciente en los gobernantes de los países en desarrollo y de los países desarrollados. Es posible que la articulación más evidente de esta postura se haya dado en la declaración del presidente Alan García: "El principal acreedor del Perú es su pueblo."

En la esfera de la teoría de la negociación, Druckman ha hecho una distinción útil que ilumina este cambio de postura de los gobiernos deudores. Druckman sugiere que el negociador internacional es primordialmente alguien que resuelve problemas respondiendo de manera *simultánea* a los negociadores contrarios y a sus representados nacionales. También añade que "la medida en que el negociador responda a uno u otro de esos grupos afecta el curso de una negociación".¹⁶ En este contexto la teoría confirma la tesis de que a medida que los gobiernos deudores se tornan más sensibles a sus propios representados que a sus acreedores podrán obtener arreglos más cercanos a los intereses de sus representados.

Según Druckman es probable que ocurran grandes cambios en la postura de negociación —en una evaluación de las posturas de negociación y las concesiones hechas por ambas partes— cuando se descubre que había una "ventaja injusta"; el cambio en la postura negociadora que se asume como resultado de esta evaluación está relacionado con la fidelidad con que responde el negociador a sus propios representados. Señala Druck-

¹⁵ Véase un análisis detallado de las pruebas en A. Cornia, R. Jolly y F. Stewart (comps.), *Adjustment with a Human Face*, Oxford University Press, 1987.

¹⁶ D. Druckman, "Boundary Role Conflict, negotiation as dual responsiveness", Zariman (comp.), *op. cit.*

man: "La reacción directa entre los negociadores tenderá a caracterizar las primeras negociaciones, mientras que la reacción propia (ante sus propios representados) ocurre a medida que los negociadores desarrollan una historia de concesiones." Así pues, la mayor concentración de los gobiernos deudores en las necesidades de sus representados principales no sólo responde a la justificación moral, o sigue algunas de las tendencias políticas y económicas bosquejadas antes, sino que parece responder también a la lógica del proceso de negociación.

c) *Explicación de las diferencias entre los arreglos del ajuste de la deuda.* La teoría de la negociación puede aportar también algunos elementos a la explicación de las diferencias entre los arreglos logrados por países individuales, aunque varias de las hipótesis que se bosquejan más adelante no pertenecen al campo de la teoría de la negociación. Tratando de explicar las diferencias en los términos obtenidos por los diversos países en sus arreglos de restructuración de la deuda con dinero nuevo se sugieren las siguientes hipótesis de trabajo:

1) El campo de maniobra para la obtención de un arreglo relativamente más favorable es influido por factores heredados por los gobiernos deudores. Es posible que el más importante sea el monto de la deuda con los grandes bancos privados; se argumenta comúnmente que cuanto mayor sea la deuda que se tenga con los bancos privados mayor será la fuerza de negociación del gobierno deudor y por tanto mejor será el arreglo. Este argumento parece sólo parcialmente correcto.

Parecería cierto en general que cuanto mayor sea el monto de la deuda de un país con los grandes bancos privados, en relación con el capital de éstos, mayor será la fuerza de negociación *potencial* del gobierno deudor para obtener términos favorables de dichos bancos respecto a la magnitud *convenida* y los términos de restructuración de las deudas y a la magnitud de los nuevos flujos privados; potencialmente estaría también en capacidad de acordar términos más favorables en el tipo de ajuste requerido, en sus negociaciones con el FMI o con otras partes, porque los gobiernos de los bancos acreedores no desearán correr el riesgo de un rompimiento de las negociaciones.

Por otra parte, los países que tienen deudas relativamente pequeñas (en relación con el capital de los bancos) pueden estar en capacidad de obtener, informalmente o de hecho, mejores términos para el servicio de su deuda anterior (vía mecanismos tales como grandes retrasos o el refinanciamiento de los intereses), precisamente porque el efecto de tales retrasos en las ganancias y el capital de los bancos acreedores será muy marginal; sin embargo, sería escasa la probabilidad de que esos países obtengan de los bancos grandes "préstamos involuntarios nuevos", precisamente porque el costo potencial

de la mora o los retrasos podría ser absorbido con facilidad por los bancos acreedores. Es posible que los deudores de bancos pequeños obtengan flujos oficiales proporcionalmente mayores que los deudores de los bancos grandes, en parte porque los deudores de bancos pequeños tienden a tener ingresos relativamente menores (de modo que son elegibles para facilidades especiales tales como los flujos de la IDA) y en parte porque es posible que los programas de flujos oficiales tiendan a partir de un nivel mínimo, lo que podría implicar una contribución relativamente mayor a las transferencias netas de recursos de los países deudores pequeños.

2) Una relación similarmente compleja (donde una mayor debilidad financiera puede ser también en algunas situaciones una fuente de fuerza relativa) surge entre el nivel de las reservas de divisas y el tipo de arreglo que puede obtener un país deudor. De nuevo dos posiciones extremas parecerían fortalecer la posición de negociación de un gobierno deudor: *i*) por una parte es posible que las reservas netas de divisas muy bajas o negativas fortalezcan de hecho el "poder de negociación" de los países para obtener mejores términos sobre el servicio de la deuda, ya que el país puede pagar efectivamente sólo una cantidad limitada del servicio de la deuda. Citando de nuevo a Schelling, "cuando un país ha perdido la capacidad de ayudarse a sí mismo, o la capacidad de impedir el daño mutuo, la otra parte interesada no tiene más remedio que aceptar el costo o la responsabilidad". Aunque las bajas reservas de divisas son muy poco deseables, hasta cierto punto pueden convertirse en un factor de negociación para lograr un arreglo mejor de restructuración de la deuda o para que los acreedores acepten acciones unilaterales de los deudores; sin embargo, será evidentemente un factor negativo para la obtención de nuevos flujos de crédito privado y podría implicar la aplicación de una presión mayor o más eficaz por los acreedores acerca del tipo de ajuste que prefieren. *ii*) Por otra parte, un nivel mayor de las reservas de divisas en relación con el nivel de las importaciones otorga al gobierno deudor la opción de comerciar en efectivo, reduciendo el costo del posible corte de las líneas de crédito comercial si el gobierno deudor no llega a un acuerdo con los bancos acreedores. Así pues, al reducir la urgencia de que el gobierno deudor llegue a un acuerdo las reservas elevadas aumentan claramente su poder de negociación. Esto ocurre sobre todo en los casos en que los deudores toman la iniciativa, como se observó en la acción unilateral del Perú. Por el contrario, cuando se negocian los arreglos un elevado nivel de reservas puede incrementar la presión de los acreedores en favor de un mayor servicio de la deuda.¹⁷

¹⁷ Debo esta observación a R. French-Davis.

En términos más generales, cuanto menos dependa el país del crédito comercial para financiar sus importaciones esenciales mayor será su poder de negociación frente a sus acreedores, quienes son también los proveedores de crédito de corto plazo; esta independencia relativa del crédito comercial puede aumentar no sólo por las mayores reservas de divisas sino también por las políticas exitosas de sustitución de importaciones, mayores arreglos bilaterales (o de reducción del comercio internacional) entre los países deudores, o incluso por la acumulación o la existencia de inventarios de importaciones básicas.

3) Un factor importante que incrementará el potencial de negociación de los gobiernos deudores para obtener un arreglo relativamente más favorable es la existencia actual y la proyección en el mediano plazo de transferencias netas negativas muy grandes de flujos financieros desde el país, ya que éste tendrá un incentivo mayor para no pagar el servicio de la deuda a menos que se obtenga un arreglo favorable (sobre dinero nuevo, restructuración de la deuda existente, y aun sobre el ajuste). También es importante el hecho de que las transferencias netas negativas se logren —y tiendan a lograrse en el futuro— principalmente *i*) por alguna mejora grande en los términos de intercambio del país, *ii*) por un ajuste encabezado por las exportaciones o la sustitución de importaciones que, aunque requiera transferencias de recursos internos reales al exterior para el servicio de la deuda, lo haga en el contexto del crecimiento económico general, o *iii*) mediante la drástica compresión de las importaciones y la recesión relacionada. En la opción *i*), y en menor medida en la opción *ii*), el costo de las (y la resistencia a las) transferencias netas negativas, son menores que en la opción *iii*). Esto nos recuerda la importancia de los factores políticos y su efecto potencial en la fuerza de negociación efectiva o potencial.

4) De acuerdo con el principio de la teoría de la negociación examinado antes, de que "el poder de un negociador depende a menudo de una incapacidad manifiesta para hacer concesiones y satisfacer demandas", parecería que existe potencialmente una mayor fuerza de negociación para los gobiernos que necesitan mostrarse particularmente sensibles ante sus poblaciones, ya que los arreglos negociados tienen que ser defendibles ante sus representados. En igualdad de las demás condiciones, cuanto más democrático y abierto sea el proceso político en términos de elecciones genuinamente libres y más ampliamente en términos de libertad de expresión y actividad política, y cuanto más diferenciados y organizados sean los actores políticos en términos de grupos de intereses y partidos, mayor será el poder de negociación del gobierno en relación con los acreedores y con las instituciones financieras internacionales. Por razones similares, cuanto más diferenciado sea el aparato de toma de de-

ciones del gobierno, y cuanto mayor sea la acción de control y equilibrio de las facultades del poder ejecutivo por parte del poder legislativo y el poder judicial, mayor será el poder de negociación del gobierno.

5) La "incapacidad de los gobiernos para hacer concesiones" se relaciona también con la medida en que exista una "opinión pública" (y/o influyentes grupos y partidos) que en cada país otorgue prioridad a los problemas de la deuda y el ajuste. El gobierno puede estar genuinamente "limitado" por grupos de interés o partidos políticos más radicales que él mismo respecto a los problemas de la deuda y el ajuste, o puede haber "cultivado" de manera explícita tal opinión pública mediante declaraciones públicas, promesas durante las campañas electorales, etcétera. Una vez comprometidos públicamente en lo nacional a una línea de acción o un principio particulares, los gobiernos están "imposibilitados" para cambiar tales posiciones en las negociaciones internacionales. Haciendo promesas, o formulando declaraciones públicas para sus representantes o electores, algunos gobiernos deudores podrán reducir el alcance de su propia autoridad en las negociaciones, lo que tendería a fortalecer su posición. Por el contrario, la eliminación de toda acción unilateral y la disposición extrema a cooperar con los acreedores y el FMI en un ajuste drástico debilitarán en general la posición de negociación de ese gobierno particular, ya que disminuiría claramente la probabilidad de la mora y por tanto el incentivo de los acreedores para hacer concesiones a fin de evitar la mora.

6) Los gobiernos poseedores de un mayor nivel de estabilidad tienen en general un poder de negociación mayor. En los casos de los regímenes que se consideran generalmente bien establecidos, con inclusión de la operación de procedimientos ordenados para la sucesión, los acreedores podrán esperar que se cumplan los compromisos contraídos por el gobierno.

7) No sólo los regímenes más estables pueden obtener un arreglo mejor, sino que esto se aplica también a los gobiernos que se comprometen —una vez logrado un arreglo aceptable— a implantar políticas económicas que hagan posible el servicio futuro de la deuda. Al aumentar la probabilidad de evitar una futura mora, un programa viable de ajuste y desarrollo tendería a incrementar la disposición de los acreedores a hacer concesiones, de modo que podría llegarse a un arreglo mutuamente aceptable.

La existencia de un paquete de ajuste claro y congruente, como una opción al paquete preferido por las instituciones financieras internacionales, consolidaría las perspectivas para el gobierno deudor de reducir el costo del ajuste y distribuirlo de acuerdo con sus propias prioridades. Si se negocia con éxito, un paquete de ajuste opcional tiene la virtud de que el com-

promiso del gobierno con él será más fuerte que con un paquete de ajuste que se perciba en general como algo que se le ha "impuesto".

8) Por último, cuanto mayor sea la importancia geopolítica del país deudor para el gobierno del país donde tengan su sede la mayoría de los bancos acreedores mayor será la palanca de los gobiernos deudores para obtener arreglos favorables. De igual modo, si la economía deudora es un mercado importante para las exportaciones de los países industriales o alberga a sus inversionistas, sería de esperarse que pudiera lograr un arreglo más "orientado hacia el crecimiento" (y por tanto más favorable), aunque esto no parece haber ocurrido en el periodo 1982-1985.

Diversificación de la deuda por divisas y tasas de interés

Luis Catán Porteny

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

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

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

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

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

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

Diversificación de la deuda externa por monedas

Movimientos de divisas en la década de los setenta

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

CUADRO 1

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

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

1. Tasa interna de retorno sobre los flujos en dólares

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

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

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

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

Establecimiento de una nueva estrategia de divisas

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

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

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

CUADRO 2

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

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

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

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

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

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

Tasas flotantes vs. tasas fijas de interés

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

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

Costo de financiamientos a tasas fijas vs. tasas flotante

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

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

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

CUADRO 3

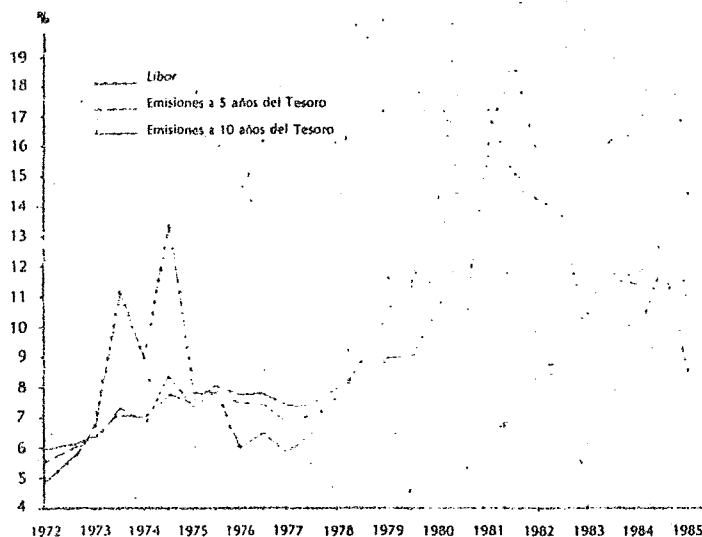
Comparación de costos de financiamiento entre tasas fijas y tasas flotantes en dólares estadounidenses para el período 1972-1985 (Porcentajes)

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

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

GRÁFICA 1

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



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

Evolución de una nueva política de tasas de interés

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

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

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

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

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

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

Comentarios finales

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

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

WORLD DEBT TABLES

External Debt of Developing Countries

1987-88 EDITION

Volume I. Analysis and Summary Tables

The World Bank
Washington, D.C.

Preface

THE 1987-88 EDITION OF THE *World Debt Tables* comes in two volumes. Volume I contains analysis and commentary on recent developments in international lending to the developing countries, together with summary debt data tables for all countries, for selected regions and for other groups. The geographic groupings are Africa, South of the Sahara; East Asia and Pacific; Europe and the Mediterranean; Latin America and the Caribbean; North Africa and the Middle East; and South Asia. The other groupings are highly indebted countries, low-income Africa, low-income Asia, middle-income oil importers, and oil exporters. The highly indebted countries are seventeen countries that account for nearly half of all developing countries' debt, with approximately 80 percent of it owed to private creditors, mostly at variable interest rates. Lesotho and Mauritania, formerly classified as middle-income oil importers, are now classified as low-income Africa. The countries in each group are listed under "Groups of Reporters."

Volume II contains statistical tables showing the external debt of the 109 countries that report public and publicly guaranteed debt under the World Bank's Debtor Reporting System (DRS) (Poland has been added to the 109 countries that reported last year, but Hong Kong is no longer included). Reported data are supplemented by estimates made by World Bank staff. Twenty-two countries also report private nonguaranteed debt (Malaysia and Tunisia have been added to the twenty that reported last year). Stock and flow data for Poland are available only for 1986; estimated stock data for 1984 and 1985 have been included in summary totals for all countries and the appropriate regional and income aggregates. The associated break in data series is thus between 1983 and 1984, not between 1985 and 1986. Long-term debt data were reported and are shown on a fiscal year basis for three countries: Burma and India, as of the end of March, and Haiti, as of the end of September.

The tables contain reported or estimated data for public and publicly guaranteed long-term debt, private nonguaranteed long-term debt (where significant), short-

term debt, and the use of International Monetary Fund (IMF) credit. The data are augmented by information on major economic aggregates and by indicators that are used frequently in analyses of debt and creditworthiness. The macroeconomic information provided is from standard sources; but many series, especially for African countries, are incomplete. In most cases, omissions relate to the service accounts of the balance of payments. Users of the indicators can eliminate gaps by substituting other standard data series (for example, merchandise trade could replace total exports and imports) for those used here.

The macroeconomic indicators are prepared for the convenience of users. Debt indicators give useful information about developments in debt-servicing capacity, but conclusions should not be drawn from them unless supported by careful economic evaluation. To ensure cross-country comparability, the charts and most indicators are based on public debt only; for countries where complete information is available, some indicators have been prepared based on total external debt. To preserve a readable layout in the tables, data are provided for only eight years: 1975 and 1980-86. Some subcategories of debt are also omitted. For most users, the loss of detail should cause few problems. For others, this omission can be overcome by subscribing to the *World Debt Tables* on magnetic tape. Tape data include all information given in these volumes and, where available, continuous historical series for 1970-86 and projected service payments on long-term debt for 1987-96. Enquiries about data-tape subscription should be sent to the Publications Sales Unit of the World Bank.

The Debtor Reporting System is maintained, and these volumes prepared, by the staff of the International Finance Division, International Economics Department (formerly the External Debt Division of the Economic Analysis and Projections Department). The macroeconomic aggregates used are drawn from the files of the Socio-Economic Data Division of the World Bank and from the International Monetary Fund.

External Debt in 1987

Preliminary estimates indicate that the external debt of the developing countries continued to grow in 1987 at about the same pace as in 1986—at between 2 percent and 2½ percent after adjusting debt stocks for the effect of exchange rate changes. In nominal terms, total debt grew by 6¼ percent, from \$1,120 billion to an estimated \$1,190 billion.

The decline in new lending that has characterized developing-country debt statistics since 1981 appeared to bottom out in 1986 and was followed by a small rebound in 1987. Disbursements of long-term loans rose from \$86 billion to around \$90 billion, with both official and private lending a little higher. For private creditors, this increase was entirely associated with the new money packages for Argentina and Mexico, and with the refinancings undertaken by the Republic of Korea. These transactions aside, there was no indication of a revival in private lending to the developing countries. The increase in official disbursements confirmed the recovery that began in 1986. It included increased export credit and other bilateral financing, together with a further rise in lending by the multilateral development institutions.

Net lending flows, after deducting principal repayments, were probably also slightly higher in 1987 than 1986, at around \$26 billion, as against \$25 billion. At this level, however, they remained barely 40 percent of

the average level of net flows to the developing countries that was recorded between 1978 and 1983. Interest payments were affected, on the one side, by the rise in world interest rates in 1987 and, on the other, by a growing incidence of payment suspensions declared by debtor countries. Interest actually paid was probably little changed from 1986's figure of \$56 billion. Accordingly, there was a small reduction of the net transfers made by the developing debtor countries to their creditors in 1987. These negative transfers, nevertheless, were still of the order of \$29 billion.

The position of the highly indebted middle-income countries remained very difficult in 1987. Important rescheduling agreements were negotiated by Argentina, Chile, the Philippines, and Venezuela, but the availability of new finance continued to be severely constrained. The action by Brazil in suspending interest payments to private creditors in February 1987 and the move by international banks to raise their loss provisions against developing-country loans were both symptoms of growing frustration and fatigue at the lack of progress in resolving debt problems.

By contrast, agreements were reached in 1987 that hold promise of a significant improvement in the future financing available to low-income countries, particularly those of Sub-Saharan Africa (Appendix I, page xix).

The Growth of External Debt, 1981-88 (US\$ Billions)

	1981	1982	1983	1984	1985	1986 ^a	1987 ^b	1988 ^b
DRS Reporting Countries	672	745	808	877	949	1,021	1,085	1,135
Long-Term Debt ^c	498	557	639	714	784	871	930	980
From Official Sources	181	200	222	257	296	343	375	405
From Private Sources	317	357	417	457	489	528	555	575
Short-Term Debt ^d	159	168	138	130	128	110	113	} 155
Use of IMF Credit	15	20	30	33	38	40	42	
Other Developing Countries ^e	83	86	86	81	89	99	105	110
Total External Debt	755	831	894	958	1,038	1,120	1,190	1,245

a. Data for 1986 are preliminary.

b. Data for 1987 are estimated and for 1988 are projected.

c. Data for Poland are included only from 1984 onward.

d. Data reflect the known rescheduling of some \$45 billion of short-term debt to banks into long-term debt in 1983-86.

e. Includes data for developing countries that do not report through the DRS and for those that report in a form that does not permit publication in the standard tables; excludes debt of the high-income oil-exporting countries.

Reversing the Decline

Summary

In September 1987, the communiqué of the Interim Committee of the Board of Governors of the International Monetary Fund (IMF) noted that "the present economic upswing is about to complete its fifth year." A month before, the international debt crisis had also ended its fifth year.

The parallel is an unhappy one. The hope that time, policy adjustment by the debtor countries, and support from the global economy would steadily erode the scale of debt problems has been consistently frustrated. In the terms in which improvement was looked for most anxiously by creditors and international policymakers—the measure of the debtor countries' creditworthiness—their position has stubbornly failed to improve. In the five years since 1982, no country involved in rescheduling its debts has significantly reduced its debt ratios. The trend has stayed in the opposite direction. That was again the position in 1986, as the debt figures published in this edition of the *World Debt Tables* confirm, and was probably also true in 1987. Reflecting its disappointment, the Interim Committee acknowledged that "a satisfactory resolution of the debt problem is likely to take longer than was expected earlier."

The debtor countries have looked for the evidence of progress in other directions, with no better success. Sustained economic recovery has continued to elude them. Among the two groups most seriously affected by debt problems—the highly indebted middle-income countries (HICs) and low-income Sub-Saharan African (SSA) countries—individual countries have achieved brief periods of growth at annual rates of 5 percent and above, but they have been the exception and have not been sustained.¹ In per capita terms, the income of the HICs has fallen by one-seventh in the 1980s and that of SSA countries by nearly a quarter.

The result has been lower personal consumption and increasing social and political problems. More serious

for these countries' economic prospects, investment activity has collapsed. In Africa, per capita investment in 1987 was below what it was in the mid-1960s, while in the HICs it had fallen back to the level of 1970. Measured against levels in 1980, investment was down by between one-third and one-half. In this sense, the chronic debt problems justify the term "crisis." The development process in these countries has stalled. The effects will be measured not simply in terms of falling average living standards but of the relapse into poverty of large sections of the populations.

In Africa, bad policies and inadequate institutional structures have compounded the extraordinarily difficult natural and historical circumstances of many countries. For problem debtors in this group, restoring access to private financial flows is not a credible part of the solution. Reforms will make countries creditworthy, in the conventional sense, only in the distant future and only as a result of fundamental social and economic change. The need for such change is urgent. If progress is to be achieved within a timescale that is acceptable to the international community, it must be supported by the restoration of adequate resource transfers. It is now clear that a significant expansion of the relief effort is required, not to provide relief *per se*, but as the means to ensure that debt burdens are put on a sustainable basis, compatible with the willingness and efforts of countries to address their deep-seated problems. By the end of 1987, there was welcome evidence of a greatly strengthened international consensus to support progress in this direction.

There is as yet no such consensus for action with regard to the problems faced by the middle-income debtors. The analysis underlying the Baker initiative of September 1985 remains valid. However, the Interim Committee's acknowledgment that the resolution process will now take longer than earlier thought points to the serious difficulties of implementing that initiative—difficulties that have become more rather than less intractable with the passage of time. Restored growth remains essential. It is both the principal aim of policy and the necessary means for achieving other policy objectives, including eventual return of the problem

1. For a listing of the HIC and SSA countries, see pages xlvi-xlviii. The HICs are a group of seventeen troubled, heavily indebted developing countries, whose debt is predominantly owed to commercial creditors at variable rates of interest.

debtors to normal market access. The agreed preconditions for restoring growth, however, have not been met. Policy reform in the debtor countries has been extensive but has not to date resulted in sustained progress toward adjustment. The other conditions—adequate financing to foster that adjustment progress and an open and vigorous world trade environment—were no closer in 1987 than they had been in 1985.

The world economy remained locked into growth of around 2½ percent, a rate significantly below earlier hopes, but now the likeliest outcome while the upturn continues. However, the downside risks are great and growing. The problem of correcting the twin budget and current account deficits of the United States without tilting the world into recession has not been resolved. In 1987, overseas investors were less willing to finance these deficits, and large-scale official exchange market intervention was needed to avoid the unwelcome choice between a sharp dollar decline and an accelerated rise in interest rates. These conditions had already reversed the decline in interest rates in the United States earlier in the year—a worrying development for the debtor countries—and led to the extreme turbulence that overtook the world's stock markets in late October.

Despite some continuing recovery in official lending, financial flows to the debtor countries remained historically low. In the five years up to 1982, the total inflow (net transfer) of resources to developing countries through long-term lending was \$140 billion. In the five years since 1982, the equivalent figure was an outflow of around \$85 billion. For the HICs, the comparison is still more stark: a net inflow of \$65 billion in 1978–82 and a net outflow of \$100 billion in 1983–87. Perhaps the most serious failure of the past five years has been the failure to recognize and address the damage that the dramatic reversal of these flows has done both to the management of debt problems and to the momentum of growth in the world economy.

The figures are indicative only. They do not capture a variety of nondebt flows between developed and developing countries. Nevertheless, they underscore the magnitude of the financial shock experienced by developing countries, and by HICs in particular, as they attempted to adjust to the terms of trade shock that falling commodity prices, rising real interest rates, and sharply reduced new lending caused earlier in the decade.

The debtor countries had two adjustments to make: to bring their external accounts into manageable balance in the short term and to undertake longer term structural changes in their economies to restore competitiveness and the potential for growth. For the HICs, the former involved a current account adjustment equivalent to 4 percent of GDP and required a 32 percent cutback in the volume of imports between 1981 and 1983. Unfortunately, the further decline in financing after 1983 and the continued weakness of commodity prices prolonged the

disruptive impact of that contraction, with adverse consequences for national incomes and investment spending.

While the need to implement structural reforms was great, both to correct policy mistakes of earlier years and to adjust to the very different world environment of the early 1980s, the background for doing so was exceptionally difficult. The initial response was nevertheless encouraging. Many countries undertook bold measures aimed at strengthening the price mechanism through reduced subsidies and reformed trade policies, attacked inflation through fiscal, monetary, and currency reforms, and fostered domestic savings through changes to their banking and financial systems. Subsequent commitment, however, has been uneven. With the immediate effects on government revenues often adverse and both social and political costs high after years of austerity, no government has been consistent in its resolve. In 1987, the collapse of the Austral Plan in Argentina and continued high inflation in Turkey again underlined the difficulties.

Lack of progress carries a cost. As last year's *World Debt Tables* cautioned, the willingness of bankers and debtor governments to persevere in managing their problems in ways that have shown little success should not be assumed unlimited. In 1987, the evidence of "debt fatigue" became plainer on both sides. Bankers' attitudes against providing new money to the problem debtors hardened. The formal exercise many undertook in raising large balance sheet provisions against existing loan exposures set a substantially higher cost to any future lending to those countries. On their side, debtor governments were less reluctant to allow debt service arrears to accumulate or to use such arrears as bargaining counters with creditors. The rhetoric of confrontation increased.

It is no less true at the start of 1988 than it was in August 1982 that a conflictual breakdown of relations would be the worst outcome for all concerned. Such a breakdown would not only inflict great damage on debtors and creditors but, through its effect on international confidence, would undermine the prospects for improved cooperation on which future global prosperity increasingly depends. Developments during 1987 brought growing recognition of the need to widen the range of instruments available for managing debt problems and to reassess the ways in which existing instruments are used. That analysis is as urgent as it is necessary if progress toward a resolution of debt problems is to be quickly renewed.

Time is not on the side of easier solutions. As the present economic upswing completes its fifth year, it must be remembered that all upswings in the past have been interrupted at some point, that this one has left unresolved many stubborn problems, and that the tensions that threaten its continuance are mounting. When growth in industrial countries slows down markedly or

tumbles into recession, will that further frustrate or provoke the action needed to bring about solutions and facilitate the resumption of growth in the debtor countries?

Origins of the Crisis

Although concern had long been growing, debt problems emerged suddenly in August 1982 and spread rapidly. Within twelve months, the dimensions of the crisis were established in a form that has shown remarkably little change in the five years since. After repeated renegotiations of their debt, countries that were caught up in debt-servicing difficulties then are those still in difficulty today. By contrast, no major developing country that avoided arrears or other payment difficulties in its debt service in 1982-83 has subsequently become a problem debtor. This absence of movement speaks both of the unusual character of the crisis and of the lack of success to date in bringing lasting improvement to the position of the problem countries.

The speed with which difficulties spread in 1982, following Mexico's failure to meet scheduled debt service payments, was a direct outcome of the changes that had taken place in international lending in the 1970s. Those changes altered both the volume and the pattern of loan flows. Developing-country debt grew at an annual rate of 21 percent through the period, from \$85 billion in 1970 to \$580 billion in 1980. That many countries came to rely too heavily on foreign resource inflows was indicated by their rising debt-to-GNP ratios, up, on average, from 18 to 28 percent during the decade. Future problems were also indicated by the fact that, although net transfers to the debtor countries peaked in 1978 at \$31.6 billion and were clearly in decline by 1980, gross new borrowing and debt service ratios continued to rise rapidly.

International banks, relatively little involved in lending to the developing countries at the start of the period, were too heavily involved by the end. Lending had become narrowly concentrated through the banking system, and the degree of maturity transformation was excessive. By 1980, only a quarter of the debt owed by Latin American countries was still at fixed interest rates, and as much as 40 percent was due for repayment within twelve months, almost 70 percent within three years. The vital link between the service cost of a loan and the income stream from the investment it financed had thus been broken. By 1982, the process of financing development had become unhealthily dependent on the debtors' ability to obtain new loans to service the old.

When world conditions altered sharply after 1980, as industrial countries responded to the second oil shock by raising interest rates and reducing demand, both the perception and the fact of the debtor countries' creditworthiness changed. Bankers and other creditors became reluc-

tant to extend new loans. In the more hostile conditions of the 1980s, they were less confident of the debtor countries' ability to service the high levels of debt contracted in the 1970s. The large increase in nominal and real interest rates, the weakened outlook for international trade, and the bleak prospects for commodity prices all added to the debtor countries' difficulty in earning the foreign exchange needed for debt service and enhanced creditors' reluctance to lend ever-increasing amounts. An active liquidity problem emerged as countries were unable to refinance maturing loans.

The problems of individual debtors threatened very quickly to become systemic. The dominant role of the commercial banks exposed not only the debtor countries to new risks, but also the banks themselves and the international financial system. In 1982, the banks accounted for some 60 percent of all outstanding loans to developing countries—probably three-quarters in the case of the middle-income problem debtors (the MICs). Not all of them shared the same risk through direct exposure. However, the multiple linkages of the international interbank market, the main intermediation mechanism for lending to developing countries, put all banks at risk. Default by a major debtor would quickly have spread problems through the whole banking system.

Debtor country default would thus have done great damage to the framework of international finance and the global economy, potentially as serious in its consequences as the banking failures of the early 1930s. Developed and developing-country governments, the international financial institutions, and commercial banks responded vigorously to lessen the danger. Arrangements were quickly put in place in 1982-83, through the leadership of the IMF and with the cooperation of the Bank for International Settlements and the US Treasury in providing bridging finance, to relieve the liquidity difficulties of the major debtors against a commitment on their part to policy adjustment.

Though the problem countries' indebtedness has continued to increase since 1982 and their servicing difficulties remain acute, the perceived threat to the international financial system has declined and no longer stands as the primary concern of policymakers. That is the measure of the success of the concerted response to debt problems in 1982-83. By the same token, the continued servicing difficulties of the same group of debtors five years after the crisis began must be taken as the measure of failure. At the individual country level, there has been no lasting solution.

Adjustment and Financing

For the debtors, adjustment in 1982-83 meant, first and foremost, external account adjustment. The sudden reduction of capital inflows that had financed a collective

Table 1. Public and Private Long-Term Debt and Financial Flows in Developing Countries, 1980-86
(US\$ Billions)

Long-Term Debt and Financial Flows	1981	1982	1983	1984	1985	1986 ^a	1987 ^a
Debt Disbursed and Outstanding	498.0	556.9	639.4	713.8	783.6	870.7	930.5
Disbursements	124.3	116.6	99.1	92.3	88.7	85.7	90.0
(From Private Creditors)	91.4	84.2	66.5	58.6	57.3	47.5	49.0
Debt Service	89.1	98.7	92.1	99.7	109.5	116.4	119.0
Principal Repayments	47.5	49.7	44.7	46.8	54.8	60.8	64.0
Interest	41.7	48.9	47.2	52.8	54.7	55.6	55.0
Net Transfers	35.2	17.8	7.1	-7.3	-20.8	-30.7	-29.0

Note: The 109 countries reporting under the Debtor Reporting System (DRS). Data for Poland are included only from 1984 onward.
a. Preliminary for 1986, estimated for 1987.

current account deficit for developing countries of more than \$100 billion in 1981 and 1982 and the limited extraordinary financing available through debt reorganization agreements left no alternative to drastic trade adjustments. Table 1 shows the magnitude of the changes in financial flows.

Between 1981 and 1983, the trade account of the HICs changed from a deficit of \$16.7 billion to a surplus of \$19.5 billion, while the trade deficit of low-income African countries contracted from \$5.7 billion to \$4.0 billion. In both cases, the correction was achieved despite marked export weakness—US dollar receipts fell by 17 percent between the two years—that was caused by the sharp decline of commodity prices. The required import contraction was correspondingly more severe. By 1983, the current account deficit of all developing countries had fallen to \$50 billion.

Although the immediate effect of this cutback on growth in the debtor countries was inevitably heavy, it was offset by hopes that an improving global environment would provide the basis both for successful adjustment and for the early recovery of creditworthiness by the middle-income debtors. Such hopes were encouraged by the vigorous recovery of the world economy in 1984, spurred by rapid growth in the United States. As demand for their exports picked up, the current account deficit of the developing countries fell further to \$24 billion. For several of the major debtors, an end to the debt crisis was said to be in sight.

This optimism was ill-founded. Growth in the United States, fueled by a rising budget deficit, was not sustainable, nor was it replaced by accelerated growth in the external surplus economies of the Federal Republic of Germany and Japan. In 1985, industrial country growth slipped from 4.7 to 3.0 percent, international trade growth also slowed, and commodity prices resumed a decline that carried them to postwar lows in constant price terms. The recovery of the debtor economies stalled.

In another sense, too, optimism had been deceptive. A rapid recovery of creditworthiness by the debtor coun-

tries should not have been expected. Even with the improvement in their economies and exports in 1984, the debt ratios of the major debtors were scarcely improved, if at all. Partly because of vigorous devaluations, the debt-to-GNP ratio of the HICs was actually higher in 1984 than it had been in 1983—58.6 against 57.9 percent—while the interest-to-exports ratio eased only from 27.4 to 26.2 percent. The debt-to-GNP ratio was substantially above what it had been in 1982, the first year of the crisis, and both ratios were well beyond those of 1980 (33.5 and 17.3 percent, respectively).

While it was—and still is—essential for countries with debt problems to reduce their dependence on foreign savings and to improve the productivity of their economies through policy reform, the assumption that resumed voluntary lending would play a significant role in financing that adjustment has proved to be a serious weakness in the strategy for managing debt problems. Even had it not been so difficult to reduce debt ratios after 1982-83, it is uncertain that the return to ratio levels that attracted lending in the late 1970s would have stimulated a resumption of lending, following a general loss of confidence, in the troubled conditions of the mid-1980s.

Some commentators have argued the point more strongly, taking the view that that once the higher risk implicit in loans to developing countries had been revealed in 1982-83, commercial banks began adjusting their assets to restore portfolio risk to more acceptable levels. The necessary condition was that loans to developing countries should grow more slowly than other assets. Perceptions of individual creditworthiness among debtor countries would thus have mattered less than the need to reduce all developing-country lending relative to other assets. This argument, by no means discredited by the pattern of bank lending over the past five years, may partially explain the rigid dimensions of the crisis, especially as other lenders (export credit agencies, in particular) were simultaneously cutting back credit. A pronounced shift in the willingness to approve new loans in 1982-83 would have drawn more countries into the net of liquidity difficulties, given the structure of

developing-country financing at the time. The subsequent contraction of overall financing flows during a period of deteriorating terms of trade for the developing countries has undoubtedly made it more difficult for debtors, once in the net, to escape it.

Table 2 shows financial flows to the middle-income HICs since 1980, together with the main features of economic performance during the same period; Box 1 gives information on individual countries. It is clear that the conditions defined by United States Secretary of the Treasury, James A. Baker III, in 1985 as needed to support adjustment in the debtor countries and lead to restored growth have been absent almost throughout the period. Except for 1984, economic activity in the industrial world has been at levels too low to stimulate strong growth in demand for developing-country exports. Moreover, persistent unemployment and trade imbalances between the industrial nations have resulted in intensifying protectionist pressures, whose effect frequently restricts the market access of developing countries. At the same time, the financing available to the debtors has steadily contracted.

The point was made in last year's *World Debt Tables* that a weakening of the global environment tends both to reduce the debtors' creditworthiness and to increase their need for financing. Without adequate financing, pressures on a debtor government's budget may intensify to the point at which the management of agreed adjustment programs becomes impossibly difficult. This is especially true of the infant democracies, where political institutions are fragile and government priorities often dictated by short-term objectives. As the transfer of resources to debtor countries has become increasingly negative, the effect has been seen in the failure of almost all problem countries to maintain investment at levels adequate to promote a recovery of growth in the years ahead and in the reemergence of inflation after the initial success of stabilization policies. All too often, stabilization has been undermined by the monetization of government deficits—much of them related to debt service—

and by the cost-push of devaluations needed to promote exports and restrain imports.

This is a vicious circle. Failure to sustain adjustment programs increases the reluctance of creditors to support future adjustment efforts, which, in turn, makes it increasingly difficult to achieve progress toward economic recovery and a viable financial position for the debtor countries.

For the low-income African countries, the negative character of this process is now widely recognized. Debt reschedulings with unrealistically short maturities and terms that exceed the debtor countries' ability to service have often compounded problems, rather than providing the relief intended. Policy reform, essential if the deep-seated economic weaknesses of these countries are to be overcome, is rarely sustained if the price is set too high. This is true even though the cost of failure perpetuates a fall in living standards that has already lasted a generation. Adjustment programs, therefore, must be realistic in their financing and should encourage performance through tangible incentives. Several developments in 1987 have pointed to a greater understanding of the low-income African countries' problems. Moreover, the heads of government of the seven major industrial countries gave clear direction at their May summit in Venice for a new approach by official creditors, backed by a significant increase in financing. These developments are discussed at more length in Appendix I.

Debt Developments and the Highly Indebted Countries

For the middle-income HICs, 1987 was also eventful, but less encouraging in its outcome. The economic background remained difficult. The recovery in the price of oil, from \$13.50 per barrel to around \$17, benefited Mexico and other oil-exporting debtors, and improved prices for metals and some other commodities also

Table 2. Highly Indebted Countries (HICs) and the World Economy, 1980-87

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987 ^a
Economic Growth Indicators								
	<i>Percentage Real Increase</i>							
Industrial Country Output	1.2	1.9	-0.5	2.3	4.7	3.0	2.5	2.5
World Trade	4.7	1.4	-2.9	1.0	9.5	3.8	2.1	3.5
HIC GDP	5.7	0.4	-0.6	-2.9	2.3	2.9	2.9	2.4
HIC Investment	9.3	1.3	-14.9	-20.5	0.3	4.9	-2.7	1.0
HIC Per Capita Consumption	3.4	-0.2	-1.6	-5.6	-1.8	-0.6	1.0	0.1
HIC Exports	3.8	-1.1	-5.0	1.7	12.3	-0.5	-2.7	1.5
HIC Imports	10.9	6.1	-14.3	-23.2	-2.4	0.1	-0.7	-0.9
Loan Flows								
	<i>US\$ Billions</i>							
Net Flows to HICs	28.6	45.8	54.6	21.6	15.6	6.2	5.2	2.0
Net Transfers to HICs	8.8	18.4	3.9	-7.5	-17.5	-26.1	-24.8	-20.0

a. Projections.

Box 1. Debt Service and Growth Revisited

Two years ago, the *World Debt Tables* published debt and economic information on seventeen highly indebted countries in a form similar to that shown in Table Box 1, below. The main changes since 1985 are a modest improvement in most economic indicators (right hand columns) but some further weakening of the debt indicators.

GDP growth over the period since 1985 has turned modestly positive, influenced by Brazil's high growth since 1985 and improved performance by some others in the group. Imports and investment show reduced declines from two years ago, but largely due to the effect of averaging over a longer period: imports have con-

tinued to fall since 1985, while investment has improved only slightly (see Table 2, page xiii). The decline in per capita consumption is now marginally less, but so too is the growth in exports.

Total debt has continued to grow. The increase has been small, however, about 3½ percent per annum in nominal terms and probably less than 1 percent when adjusted for currency changes. Prospective debt service has also grown, despite a decline in the interest element as interest rates have fallen. That decline has stabilized the interest/exports ratio, but the debt/GNP ratio at 61.7 is two percentage points higher than two years ago.

Table Box 1. Seventeen Highly Indebted Countries

Country	Debt Outstanding, 1987 ^a		Debt Service, 1987-89 ^b		Debt Ratio ^c (Percent)		Trade Balance ^d (US\$ Billion)		Average Annual Growth Rates, 1980-87 ^e (Percent)				
	Total (US\$ Billion)	Of Which Private Source (Percent)	Of Which (US\$ Billion)		GDP, 1985	XGS, 1987 ^f	Annual Average Balance in 1982	GDP ^f	Exports	Imports	Investment	Per Capita Consumption	
			Total	Interest									
Argentina	49.4	85.8	23.7	7.9	65.8	33.1	3.1	2.3	0.0	1.4	-11.0	-9.5	-1.2
Bolivia ^a	4.6	26.7	1.6	0.6	118.8	31.5	0.0	0.3	-3.5	-0.3	-2.4	-2.6	-5.1
Brazil	114.5	75.5	61.4	20.0	41.0	30.2	8.6	-0.9	3.4	3.2	-4.4	-1.1	1.1
Chile	20.5	83.2	9.8	4.2	138.8	29.5	6.5	-0.4	0.9	4.1	-6.8	-4.6	-2.2
Colombia	15.1	49.4	8.5	3.1	46.8	16.6	-0.3	-2.4	2.8	8.0	-3.3	0.9	0.2
Costa Rica ^a	4.5	50.8	2.4	0.7	118.7	18.9	-0.1	-0.1	1.5	2.1	-2.4	1.3	-1.1
Côte d'Ivoire	9.1	60.5	4.0	1.7	122.7	17.1	0.8	0.1	-6.6	3.8	-2.8	-15.2	-4.3
Ecuador ^a	9.0	70.2	4.3	1.8	83.5	24.4	0.6	0.6	1.4	5.9	-2.6	-4.7	-2.2
Jamaica	3.8	17.4	1.6	0.6	197.3	17.4	-0.5	-0.6	0.2	-5.4	-2.2	1.3	-1.4
Mexico	105.0	86.2	44.9	22.2	83.8	32.7	9.1	6.2	0.3	6.4	-7.7	-6.7	-2.7
Morocco	17.3	32.0	8.1	2.6	126.7 ^f	25.4 ^f	-1.5	-2.3	3.4	2.9	1.6	-2.2	0.8
Nigeria	27.0	55.1	12.2	3.8	45.5	11.6	1.5	-3.9	-3.4	-5.9	-19.2	-13.5	-6.5
Peru	16.7	53.2	7.9	2.2	62.4	29.0	0.3	-0.4	0.7	-0.6	-5.7	-12.6	-0.2
Philippines	29.0	60.6	12.0	4.6	93.6	19.0	-1.4	-3.2	-0.5	-0.5	-4.9	-13.5	-1.0
Uruguay ^a	3.8	80.1	1.3	0.7	63.4	15.3	0.2	-0.1	-1.4	-0.1	-8.1	-13.8	-2.4
Venezuela	33.9	99.3	15.9	6.6	70.8	22.5	3.9	3.6	-0.7	-0.9	-5.7	-3.4	-4.6
Yugoslavia	21.8	69.6	10.2	3.7	33.0	7.7	-1.8	-3.3	1.1	0.5	-0.6	0.4	-0.5
Total	485.0	74.3	229.8	87.0	60.8	23.3	23.0	-4.7	1.0	1.4	-6.2	-4.8	-1.6

a. Estimated total external liabilities, including use of IMF credit.

b. Debt service is based on long-term debt and terms at end-1986. It does not take into account new loans contracted or debt reschedulings signed after that date.

c. Based on interest due in 1987 on long-term debt outstanding at the end of 1986, relative to 1986 exports of goods and all services.

d. Data for 1987 are preliminary estimates. Growth rates (least squares) are computed from time series in constant prices.

e. End-1986 debt.

f. Excludes private nonguaranteed debt.

helped. Despite this, many HICs appear to have suffered a further deterioration in their terms of trade in 1987, while demand for their exports was again restricted by global conditions. Exports of all developing countries are estimated to have increased by 4¼ percent in volume in 1987, but those of the HICs by only 1½ percent.

The upturn of interest rates that began in the United States early in the year and spread more quickly than expected to other industrial countries threatens to end the relief debtor countries have enjoyed from falling rates for most of the period since 1982. The effect in 1987 was

moderate, with nominal rates up only ½ percent, on average, while real interest rates for the debtor countries declined (see Box 2). In US-dollar terms, however, the debt interest due in 1987 increased more quickly than dollar export receipts, adding to the burden of debt. Moreover, the sharp fluctuations in interest rates in the final quarter of 1987 and the uncertainties generated by the crash of world stock markets left well-founded concerns that this burden would increase further in 1988.

Formal debt rescheduling continued. Important agreements were reached by commercial creditors with

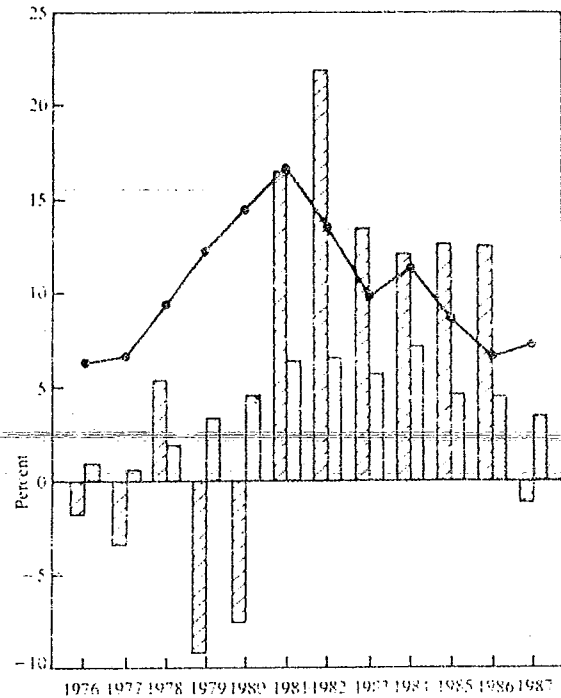
Box 2. The Real Cost of Borrowing

Although LIBOR and other international interest rates were higher in 1987, real interest rates for the developing countries as a group experienced a sharp decline (see Figure Box 2). Real interest rates for this purpose have been calculated by adjusting the nominal rates debtors pay on their floating-rate dollar debt for changes in their export prices.

The expression "real interest rate" (like "real GNP," "real exports"...) has found its way into common usage. While it clearly means nominal interest rates corrected for price changes, it is not at all clear which price changes. Domestic prices, import prices, and prices of the country in whose currency the debt is denominated could all be used for different purposes to give a measure of the real cost of borrowing. The price of exports is, therefore, not the only relevant price level, but it is an important one: a country with rising export prices will find it easier to pay a given interest rate than one with falling export prices.

Measured in these terms, the key factor in 1987 was the 25 percent recovery in average oil prices. Just as weak oil prices inflated the real interest rate of all developing countries in 1986, so too did the price increase in 1987 exaggerate the decline. Even for nonoil exporters, however, real interest rates on dollar debt reflected the more favorable pattern of dollar-denominated commodity prices in 1987. On this basis, the real rate for middle-income oil-importing countries was around 2½ percent, a percentage point lower than real rates in the United States. Within the average, of course, the experience of countries differed considerably: for coffee exporters, for example, the evolution was much less favorable.

Figure Box 2. Real Interest Rates and LIBOR, 1976-87



Real interest rate for: developing countries and the United States. Six-month dollar LIBOR

Note: The real interest rate is defined as the six-month dollar LIBOR deflated by the change in the export price index for developing countries. The U.S. real interest rate is defined as the six-month dollar LIBOR deflated by the U.S. GDP deflator.

Argentina, the Philippines, and Venezuela. The terms of these agreements followed the pattern of 1986, with lower interest margins (13/16 percent over LIBOR in Argentina's case and 7/8 percent for the Philippines and Venezuela) and a significant lengthening of maturity dates (nineteen years with seven years' grace for Argentina, seventeen years with seven-and-a-half years' grace for the Philippines, and fourteen years for Venezuela). Only in Argentina's case was new money agreed.

There was a disturbing sense, however, that formal procedures for managing debt problems were being overtaken in 1987 by informal procedures. Most strikingly, Brazil suspended debt service payments to private creditors in February. Late in the year, negotiations with creditors to regularize its position had still not been completed. In addition to Brazil, seven other Latin American countries (Bolivia, Costa Rica, Dominican Republic, Ecuador, Guyana, Nicaragua, and Peru), together with Côte d'Ivoire and several smaller African countries, were accumulating arrears of interest to private creditors in 1987.

The accumulation of arrears relieves immediate cash flow pressures on the debtors, but also carries heavy costs. Those costs include the loss of short-term trade credits (reportedly a source of growing difficulty for Brazil) and longer term damage to important trade relationships. That so many countries ignored these costs in 1987 is a measure of the growing strains imposed by the lack of adequate external financing. The *World Debt Tables* warned a year ago that in the absence of additional financing, "alternative and more damaging schemes for reducing the burden of debt service" would gain ground.

Mounting arrears also carry costs for creditors. Many banks took steps to recognize these costs in 1987. Under the lead of Citicorp, the largest US banking group, banks in the United States, Britain, and Canada raised their balance sheet provisions against loans to the problem debtors. Bank provisions in the United States were typically increased from around 5 to 25 percent; those of British banks rose to 30 percent. The cost was written off against 1987 profits. Other European banks do not dis-

close provisions but are believed to have maintained them for some time at, and often well above, these higher levels (Deutsche Bank has reportedly provisioned up to 70 percent). Japanese banks remain an exception, as Japan's banking rules strictly limit the level of provisions that may be maintained. Early in 1987, a group of twenty-eight Japanese banks established a joint offshore company to purchase debtor country loans from the parent companies at a discount and manage them on the parents' behalf—in effect establishing higher provisions against the assets. The amount of loans affected by this arrangement, however, was not large.

Expanding the Options

These actions—growing arrears financing by debtors and greatly increased provisioning by creditors—threaten to break the mold in which the management of debt problems has been set since 1982. Whether that is a bad thing will depend, first, on the future actions of the two parties in a period that will undoubtedly remain very difficult for mutual relations and, second, on the leadership shown by industrial country governments and the international institutions.

The risks are great. Provisioning has added to the disincentives banks face in their lending to the problem debtor countries (see Appendix II for further discussion). They must show, nevertheless, that they intend to play a

full part in supporting essential adjustment and investment programs. Without additional financing, these programs will continue to give results discouraging to debtors and creditors alike. On their side, by suspending interest payments, a growing number of debtor countries have damaged relations with creditors and have made it increasingly difficult to continue the search for negotiated solutions. They must show that they are ready to renew negotiations in good faith and leave no doubt of their continued commitment to the adjustment process.

In addition, it is clear that future progress requires a franker recognition by leaders in the industrial world of the likely conditions under which solutions will now have to be pursued and a significant expansion of the options available for overcoming difficulties. The role of leadership will itself be crucially important.

These are difficult but not impossible conditions. An expansion of options is already in progress. To date, the results have been encouraging but limited. Debt-equity swaps are now increasingly used by the major problem debtors as a mechanism for debt retirement.² Some \$8 billion is estimated to have been converted in this way during the past three years. In addition, the so-called "menu" approach to rescheduling has increased the options open to commercial banks involved in rescheduling negotiations (see Box 3). A wide range of "menu"

2. The principles underlying debt-equity swaps were described in detail in last year's *World Debt Tables* (Appendix III), together with the main country schemes then in operation.

Box 3. Menus

In his statement at the 1987 Annual Meetings of the IMF and World Bank, James A. Baker III, United States Secretary of the Treasury, listed instruments suitable for inclusion in an expanded range ("menu") of financing options for commercial banks participating in rescheduling agreements. The list included the following instruments.

- *Trade and project loans*, which enable banks to channel more funds directly to the private sector. Such loans, viewed by banks as providing more easily identifiable returns, encourage imports of investment goods.
- *On-lending*, which enables banks to channel funds to specific end-users (mostly in the private sector) under their general balance of payments. An agreement with governments, thus supporting their commercial relationships.
- *New money bonds*, which are viewed by many banks as more attractive than participations in a syndicated loan as the vehicle for new money, as bonds have some characteristics of a senior claim on the issuing country.
- *Notes or bonds convertible into local equity*, which can facilitate debt-equity swaps, thus helping reduce external debt service burdens and stimulate domestic activity.
- *Exit bonds*, which are also known as "alternative participation instruments," were used for the first time in the 1987 Argentine rescheduling (see page xxxiii). Exit bonds enable banks with small exposures to avoid future new money obligations by accepting negotiable low-interest bonds.
- *External debt conversions*, which are now established in many countries as a means of reducing debt and debt-servicing burdens. They permit the conversion of external claims into domestic currency-denominated bonds and equity or, in some cases, into currency itself.
- *Interest capitalization*, which reduces interest service directly. Secretary Baker indicated that mutually agreed interest capitalization may be appropriate in selected cases, particularly for small debtors.
- *Balance of payments loans*, which are the standard form new money loans have taken hitherto. Such loans to debtor country governments will continue to be an essential component of future new money packages.

items was included in the successful Argentine agreement.

Although these are valuable contributions, they remain, to date, marginal against the need for an early and substantial reduction in the outflow of resources from the HICs to ensure adequate financing for adjustment. The provisions banks have made against their developing-country loans now give them the financial means to include in the broad menu of their dealings with debtor countries options to achieve such reductions, on a case-by-case basis, appropriate to the scale of the problems. As the Managing Director of the IMF has stressed, only two conditions need limit the active search for greater flexibility: that instruments in the menu should be mutually agreed on by debtors and creditors and that solutions should be rooted in the market. Imagination and resolve are needed to ensure that the full scope of opportunities is pursued in a vigorous search for solutions.

Various means for reducing the immediate burden of interest payments have been proposed, some incorporating relief, others based on the principle of capitalizing payments in whole or in part. Many proposals have also been made to capture the discount on developing-country debt in order to reduce individual countries' liabilities to levels more compatible with resumed growth (see Box 5). In the case of Bolivia, a scheme has already been put in place with the agreement of bank creditors to repurchase debt at deep discount for cancellation (see Box 4).

Banks should be encouraged to move further in these directions. They will do so more readily under determined leadership from official creditors and if the process of linkage between financing and adjustment is firmly reinforced. On their side, debtors are concerned that adjustment programs should not only be planned over more realistic time periods, but also that financing arrangements should take into account events that may throw programs off course during implementation. The upturn of interest rates in 1987 has focused these concerns.

Steps have been taken to meet such concerns. Official lending has expanded in response to the Baker initiative (the details of lending trends in 1986 are discussed in Appendix III), and this process received important endorsement from governments at the 1987 Annual Meetings of the IMF and the World Bank when agreement was reached in principle to support a further general capital increase for the World Bank. In support of its own role in managing debt problems, the IMF has acknowledged that its financial involvement must remain sizable. The effectiveness of IMF conditionality is being reviewed in the context of the longer periods needed by many countries to achieve lasting recovery, and enhancements of the extended Fund facility, compensatory financing facility, and structural adjustment facility are under consideration.

These are positive developments, giving rise to the hope that debt problems will continue to be managed in a way

Box 4. Bolivia's Buy-Back Scheme

In February 1987, Bolivia negotiated an amendment with 131 commercial banks that had been party to its 1981 and 1983 rescheduling agreements, thus permitting the country to begin repurchasing its debt from bank creditors for cancellation.

Bolivia's economy had suffered serious problems in the early 1980s due to the collapse of the international tin price and to hyperinflation caused by poor domestic policies. By 1985, it had virtually ceased servicing its external commercial debt, and most bank creditors wrote down the value of these assets in their balance sheets either in full or substantially. In secondary markets, Bolivia's debt has traded at around 10 percent of its nominal value.

This was the background to 1987's innovative agreement. Creditors undertook to support the stabilization and reform program of the new Bolivian government by facilitating a formal debt buy-back scheme. The scheme is monitored by the IMF, which has established a voluntary contribution account for Bolivia, to ensure that monies used for repurchasing debt have been expressly committed for that purpose by donors.

Creditor banks agreed to amend the sharing provisions and other contractual limitations of earlier loan agreements to enable Bolivia to operate the scheme, on the conditions that the repurchase offer is made to all bank creditors on the same terms, that each bank is free to accept or reject the offer in respect of all or any part of its loan (excessive acceptances to be prorated down according to the amounts offered), and that banks can object to and forestall an offer if there is no assured prospect that the funds to complete it will be forthcoming.

that maintains the essential path of cooperation between debtors and creditors. Without the commitment to cooperation hitherto, the 1982 debt crisis would have been far more damaging in its repercussions on the world economy than has been the case. This is an interim outcome in which policymakers can take satisfaction, but it is only an interim outcome. While much has been achieved, the principal policy objective of restoring growth to the troubled debtor countries remains unfulfilled.

What is particularly worrying is that adjustment has proved so difficult in a period of expansion for industrial countries that is already one of the longest on record. Every past phase of expansion has, at some point, come to an end, and the problems that may end this one have clearly been growing. If a collaborative solution to debt problems is not found while the expansion continues—if sound growth cannot resume in the debtor countries while the industrial countries themselves are growing, however sluggishly—what will be the chances for a solution during a recession, particularly one that comes on top of years of weak growth, stubborn unemployment,

Box 5: Debt Relief Proposals

As the critical nature of debt problems became widely recognized by early 1983, advocates of innovative solutions put forward a variety of debt relief proposals. Their schemes were divided between those favoring solutions through an increase in debt and those favoring solutions that would reduce it.

Schemes of the former type saw debt problems as being mostly problems of liquidity, capable of being eased and eventually resolved by an increase in lending. The proposal put forward in 1983 by Lord Lever, the former British Minister, advocating a substantial increase in official loan guarantees through export credit agencies, was characteristic of this approach.

By contrast, debt-reducing schemes focused on debtor solvency. Their proponents argued that without an easing of the debt service burden, many countries would be unable to recover financial strength. They claimed that both the countries and their creditors would be better served by agreeing to an early financial reconstruction and drew analogies with Chapter 11 arrangements under US bankruptcy laws. If negotiated under appropriate international supervision, they believed agreements would restore growth to the debtor countries, improve the global economy, and offer banks the prospect of eventually recovering a higher proportion of their lending than if they continued to seek full repayment.

Schemes put forward in 1983 by Peter Kenen, a professor at Princeton University, and by Felix Rohatyn, former chairman of New York's Municipal Assistance Corporation, proposed the creation of a new international agency to take over claims owed to commercial banks and have responsibility for adjusting terms with the debtors. The initial cost would be borne by banks, which would sell their loans to the agency at a discount. However, the residual credit risk would then pass to the agency and its official shareholders.

These early schemes required official support and financial commitment at a level that was not politically feasible. They lost favor as global recovery set in from mid-1983. However, the slow-down of the world economy after 1984 and the failure of the problem debtors to resume adequate growth resulted in the initiative of US Secretary of the Treasury, James A. Baker III, in September 1985, that has subsequently guided official policy. Interest in new ideas was revived, and since mid-1986 several new proposals have been put forward. These reflect changes in the debt situation since 1983, especially the expansion of the external market for

developing-country loans. They range from schemes linking debt service to a fixed proportion of the debtor's export earnings (imposed unilaterally by some countries) to schemes requiring the creation of new international agencies, as in the Kenen and Rohatyn proposals. Four of the proposals are described below:

Bradley Proposal. US Senator Bill Bradley put forward a scheme for interest and principal relief in June 1986. While not spelled out in full detail, the scheme would require creditors to provide annual relief over a three-year period roughly equal to 3 percentage points off interest rates and a 3 percent writedown of principal, conditioned on the country's need and its willingness to adopt an approved adjustment program.

Herrhausen Proposal. Alfred Herrhausen of Deutsche Bank suggested the creation of an Interest Compensation Fund (ICF) to stabilize and limit the interest payments of eligible developing countries (eligibility being determined by need and the debtor's commitment to an approved adjustment program). The ICF would be financed jointly by governments, international financial institutions, and banks on the basis of their respective exposure to the debtor, and would be managed by the IMF. It would limit interest rates to a pre-agreed level, but allow for a recovery of earlier unpaid interest if rates subsequently fell below this level.

LaFalce Proposal. US Congresswoman John LaFalce proposed, in March 1987, the creation of an International Debt Adjustment Facility to purchase a country's loans at a discount in the secondary market and to restructure them to pass on the benefit of the discount to the debtor. The purchase program would be initiated by a request from the country but only after agreement on a detailed plan of future economic management. The facility would also seek to use debt-equity swaps and commodity-linked bonds to expand the degree of restructuring.

Sachs Proposal. Professor Jeffrey Sachs of Harvard University has proposed that the existing debt of countries willing to participate in "an internationally supervised adjustment program" should be subordinated to any new lending made once the program was in force. The new debt, limited in any one year to 5 percent of total existing debt, would be denominated in negotiable instruments (e.g., bonds). The subordination of the old debt and marketability of the new are designed to broaden the investor appeal of the new instruments and stimulate new lending.

and persistent budget deficits? One may hope that a crisis would serve as a salutary shock, yet also fear for its effect on the already frayed fabric of global cooperation.

While the cost of incomplete adjustment and stalled growth has hitherto been borne largely by the debtors themselves through forgone income and falling living standards, other costs have been growing—lost demand for the world economy, potentially dangerous political

shifts, and a rising threat of economic confrontation. In 1987, these costs touched bank creditors directly, through their loss provisions (requiring some to contract or dis-pose of important parts of their business). Increasingly, they will touch others if progress in mending the debt problems is not renewed. Growth in the debtor countries remains the key. The obstacles holding it back must be addressed urgently.

Appendix II. Loan Loss Provisions and the Problem Debtors

IN MAY 1987 CITICORP, America's largest banking group, announced its decision to raise extraordinary provisions of \$3 billion against potential losses on its portfolio of loans to developing countries. This action focused attention inside and outside the banking sector on the importance of loan provisions in the context of the continuing international debt problems. Other major banks in the United States, Canada, and the United Kingdom were quick to follow Citicorp's lead.

Banks make provisions against loans in anticipation of loss or against the possibility of loss resulting from the borrower's failure to service the debt. Provisions are charged against profit in the year in which they are made, and are held in the balance sheet in special reserve accounts which are debited as and when losses are subsequently realized. Should the loan prove sound, the provisions previously set against it are recredited through the bank's profit and loss account in the year in which the improvement in status is recognized by the bank. In this way the incidence of losses is smoothed over the business cycle, reducing the likelihood of future shocks that may be damaging to banking confidence.

As these procedures imply, loan loss provisioning is concerned with potential, not actual, losses. Nor does it indicate formal acceptance by the provisioning bank of future losses. It is simply a precautionary step undertaken to ensure that the financial statement prudently reflects the risks to which a bank is exposed through its loan portfolio. These are important distinctions. In particular, they signify that a bank's decision to raise provisions against lending to a given debtor does not change the obligations of that debtor. To avoid default, the debtor must continue to service its loans in strict accordance with the original (or amended) agreement terms.

The large provisioning exercise undertaken by banks in 1987 conformed to a general trend in the debtors' countries.

Tax and Prudential Treatment of Loan Provisions

Although not changing its formal relationship with the debtor, loan provisions have important consequences for the provisioning bank, related to its profits, tax liability, and capital position. Indirectly, they may also affect its stock market rating, through perceptions of its financial strength, and informal relations with the debtor.

The significance for profits (before tax) has been indicated. Many of the banks announcing extraordinary provisions against developing-country loans in 1987 did so at the cost of reporting pre-tax losses not only for the first half-year, but for the whole of 1987. For some banks the capital weakening inflicted by these losses necessitated the sale of assets or other business shrinkage to ensure continued viability.

The tax and capital adequacy implications are more complex. They differ according to the type of provision and to the tax and supervisory regulations of the country in which the bank is resident. Banks maintain two principal types of provision against loan losses: specific provisions and general provisions, often described, respectively, as allocated and unallocated provisions. The former are made against identified losses expected to mature in the foreseeable future; the latter against the possibility of loss where a general deterioration of loan quality is recognized or anticipated.

Except in some European countries, loans to developing-country governments seldom carry general provisions. There are two reasons for this. First, it was not and is still not clear under what circumstances losses can be realized, other than by disposal of collateral made to a sovereign debtor. And second, banks have been concerned that knowledge of the existence of specific provisions might induce an element of moral hazard, encouraging the debtor country to consider that its

obligation was in some measure reduced. Specific provisions have been used when the provision was mandated by a supervisory body—for example, under the system of allocated transfer risk reserves (ATRRS) imposed by the US Inter-Agency Country Exposure Review Committee—and in other special circumstances.

The distinction between specific and general provisions is one that tax and supervisory authorities often use for their own purposes. Tax authorities may do so in order to limit the tax relief banks are allowed to claim against loan loss provisions. In countries where general provisions are not an allowable tax item, such provisions are made very costly to the banks. They require a full deduction against profit before tax, but do not reduce the tax liability correspondingly.

For supervisory authorities, an important means for ensuring financial soundness among banks is through the imposition of capital adequacy standards. Banks are required to maintain specified minimum ratios of capital against their assets; in turn, capital may be defined to distinguish equity from other capital, with different ratios applying to the two classes. As capital is a cost, banking profitability is directly affected by the decision to allow loan loss reserves to count as capital or to exclude them from it. In this context, supervisors have options to distinguish between general and specific provisions, and between equity and other capital.

Differences in International Treatment

Different fiscal and supervisory conventions have grown up in different countries, making the process of loan loss provisioning more expensive for some nationalities of banks than for others. These differences, reflected at the start of 1987 in significant variations in the level of provisions held against developing-country loans, have at times contributed to difficulties in securing a common front among bank creditors in rescheduling negotiations. In particular, there has been divided opinion over interest capitalization, which has frequently been advocated as an alternative to "new money." The concept of interest capitalization has found more favor among continental European banks, whose regulatory and tax environments are broadly neutral toward it, than among US and other banks for whom it has earned a significantly higher cost.

US banks are very limited in the level of general provisions that may be claimed as tax deductions, and may not count specific provisions as part of their capital for supervisory purposes. The major banks are required to maintain their ratio of capital to assets at 6 percent. Both general and specific provisions therefore involve significant costs.

British banks have also found provisioning relatively costly, even if the provisions against sovereign loans

are not automatically tax deductible, but require approval case by case from the tax authorities. In other European countries, by contrast, fiscal and regulatory regimes have generally encouraged higher levels of provisions. In the Federal Republic of Germany, provisioning is undertaken at the discretion of management and is tax deductible; in France provisions are allowed for tax in respect of a list of countries (currently around forty) maintained by the Banking Commission. Japanese banks are constrained by banking rules that allow them to maintain provisions only up to a limit of 5 percent of loans (currently under review), and tax deductibility is not conceded.

Comparisons between the provisions maintained by different national banking groups are complicated by the fact that continental European banks have generally not been required to publish information on their loan loss reserves and have not done so. Industry estimates, however, suggest that the provisions of continental European banks against loans to problem debtor countries as a group ranged from 30-70 percent at the start of 1987, whereas those of American, British, and Japanese banks were rarely above 5 percent.

Increased Provisions and Their Implications

The low level of American, British, and Japanese provisions attracted growing criticism as the protracted character of the debtors' problems became more and more apparent. This criticism was reinforced by the expansion of the secondary market in developing-country debt, in which loans to the problem debtors traded at large discounts, and banks found it increasingly difficult to justify their own provisions by comparison with these discounts.

Increasingly, too, the effect of market pressures was felt in the performance of bank stock prices, as investors' concern over the adequacy of provisions lowered market prices against reported net asset values.

Such was the background to Citicorp's decision in May 1987 to put aside extraordinary provisions of \$3 billion and lift total provisions against a range of developing country loans to 25 percent of book value. The timing of this decision has been widely discussed and raised speculation over the significance of the move for the future management of debt problems.

The timing was probably not greatly significant. Brazil's decision in February 1987 to suspend interest payments to commercial creditors had increased the pressure on banks to review their provisions. Moreover, the immediate response of stock markets, which raised Citicorp's stock price after the announcement, and the news, with which other banks followed Citicorp's example, suggested a decision both in tune with events and prompted by them.

Whether Citicorp profited through its announcement

to send signals to the debtor countries and to industrial country governments about banks' future willingness to participate in new money accords is a matter for speculation. It is clear, however, that the new level of provisions, now generalized by the actions of other banks, has changed, *de facto*, some aspects of the management of debt problems. The provision of new money has been made a significantly more expensive option for those banks that previously maintained provisions of 0-5 percent and now carry provisions of 25-30 percent. Unless new lending is differentiated from the old (by enjoying preferred status), it is likely to require similar provisions in the bank's balance sheet, and these can be made only by writing an equivalent amount off annual profits. In effect, provisions act as a tax on new lending to the problem debtors, and one that is now penally high. Preferred status would not automatically solve this problem, since it would raise additional concern for the security of the old loans and renew questions over the adequacy of provisions.

The contraction of new lending since 1983 has been one of the major problems faced by the highly indebted countries (HICs) in their efforts to recover growth and creditworthiness. The new provisioning standards are likely to reinforce the banks' reluctance to lend, although they do not preclude further commitment of new money under rescheduling agreements. This was demonstrated by the agreement concluded in principle in August 1987 between Argentina and its bank creditors. Argentina secured new money loans of \$1.55 billion. The new standards may, however, increase the banks' willingness to consider the alternative of interest capitalization, which gives equivalent financing relief to the debtor countries. That will probably depend on the response of supervisors to the status of loans on which interest is being capitalized and to the treatment, for capital ratio purposes, of provisions raised against them. While there is no automatic assumption, therefore, that the major provisioning exercise undertaken in 1987 will lead to future relief through interest capitalization, the resistance to such a move among bankers may have been reduced.

The provisioning exercise will also facilitate another item on the menu of financing options (see Box 3, page xvii): debt-equity swaps. American, Canadian, and British banks have effectively been excluded from this market hitherto—either as principals or as suppliers of loans for use in swap transactions by third parties—because paying loans at a discount involved the acceptance of large book losses. These bank losses have now been substantially reduced or removed by the 1987 provisioning exercise. Citicorp indicated that a decision to become active in swaps and similar transactions was clearly affected by the bank's provisioning decision, and other large international banks may respond similarly. The supply of loans for swap purposes has thus been expanded a factor acknowledged by the fall in most secondary market

Table II-1. Secondary Market Prices of Developing-Country Loans
(U.S. Cents per Dollar of Loan Face Value)

Country	June 1986	June 1987	September 1987
Argentina	64.00	47.00	37.00
Bolivia	6.00	9.00	9.00
Brazil	75.00	61.00	39.00
Chile	66.00	69.00	58.00
Côte d'Ivoire	74.00	62.00	60.00
Ecuador	63.50	49.00	33.00
Mexico	60.00	56.00	47.25
Nigeria	55.00	29.00	25.00
Philippines	59.00	69.00	59.00
Turkey	97.50	97.00	96.50
Venezuela	76.00	70.00	53.00
Yugoslavia	79.00	75.00	60.00

a. Bid prices.
Source: Salomon Brothers, Inc., New York, N.Y.

prices once the higher provisions were announced (see Table II-1). For the debt-equity swap market to grow overall, demand will also need to expand through the provision of greater investment opportunities on the debtor side. Higher discounts, implying a better return

Box II-1. Commercial Bank Loan Provisions

The announcements of substantially increased loss provisions against loans to the problem debtor countries by US, Canadian and British banks in mid-1987 provide a basis for estimating the total loan provisions held by commercial banks against these countries. Banks in Germany, France and most other continental European countries do not publish information on loan provisions, but many give indications of magnitude in their statements to shareholders and through other means. The figures shown in the table reflect banking industry and World Bank estimates, where detailed figures are not available.

Table Box II-1. Provisions against Problem Country Loans

Bank, by Nationality	Reserve Provision (Per cent)	Reserve
United States		
15 Largest	20-35	\$8.5
Others		\$1.0
Canada	25-40	\$2.0
Japan	5-9	\$1.0
Germany, France, Italy, and Switzerland		\$2.0
Other European		\$2.0
World Bank estimate		\$10.5

a. World Bank estimate.
b. Based on \$100 million.

from the sale of assets, may encourage that development.

Finally, through the creation of large reserves against potential losses on their developing country loans (see Box 11.1) banks have enabled themselves to deal with possible events that may require a partial write-down of loan obligations to some debtors without further depressing their capital bases or ratios. The banks have stressed that increased provisions do not imply reduced expectations that countries will continue to service their loans in full, nor reduced determination to enforce loan contracts. However, the fact that losses have already been taken is likely to influence attitudes where banks are persuaded

of the value of facilitating debt reduction schemes. The agreement reached with Brazil in early 1987 (see Box 4, page xvii) is a case in point.

The 1987 provisioning exercise may thus be seen as a development that has not sharply changed the realities of the debt situation, but which, nevertheless, has increased the possibilities for change. It has underlined the message that lending statistics were already conveying to policymakers: that banks are increasingly reluctant providers of new money to the problem debtors. That message will strengthen the search for alternative approaches, and higher provisions should themselves help widen the options.

THE EVOLVING DEBT STRATEGY

The Evolving Debt Strategy

Summary

In 1985 a consensus emerged around the developing country debt crisis: adjustment with growth was the aim, backed by adequate external finance and industrial country policies supportive of increased economic growth and world trade. The third year of policies and programs based on that consensus is now coming to an end with mixed results. Though some achievements have been made, an end to the debt crisis remains elusive.

The threat to the international banking system has abated. Some progress has been made by the debtor countries in restructuring and reforming their economies. But most of the indebted countries are still no better off than in 1982—when the debt crisis erupted. Debt disbursed and outstanding has doubled, and debt service payments on a cash basis are one-third higher (Table 1). External financing for adjustment programs remains scarce. New money commitments from commercial banks were a modest \$7.5 billion in 1988 (including \$5.2 billion to Brazil) and only very partially refinanced interest payments. The declining interest of commercial banks in sovereign risk lending to highly indebted countries, coupled with the continued uncertainties arising from the debt overhang, may be a signal that it is time to rework the 1985 consensus.

During the past three years growth in the industrialized countries has actually exceeded earlier expectations. Yet growth on a per capita basis has not resumed in the highly indebted middle-income countries (HICs) or in the low-income Sub-Saharan African countries.¹ It is likely that any economic downturn in the industrial world will worsen the prospects of the countries with debt crises.

Since 1985 debtor countries have made progress with

adjustment measures, although that progress has been uneven and often intermittent. Public enterprises have been rationalized and privatized in some countries. Real exchange rates, a good measure of the strength of adjustment policies, have been held in check at rates far below those of early 1980s in most HICs. Nontraditional exports have grown in countries such as Brazil, Chile, Colombia, and Mexico. However, fiscal deficits—which fell in the early 1980s—are again increasing, and inflationary pressures are intensifying in many HICs and in Sub-Saharan Africa.

Despite adjustment measures, growth rates in the HICs and in low-income Africa are still low and investment levels well below those reached during the 1970s. Preliminary estimates put 1988 HIC growth at about 2 percent; investment in 1988 was only two-thirds of the average level in the 1970s. Per capita incomes in most of the HICs are lower today than the levels a decade ago. Net resource transfers on long-term debt from these countries to their creditors amounted to \$74 billion during 1985-87, equivalent to about 3 percent of their combined GDP (Figure 1). Although both per capita income and consumption have fallen, the adjustment burden has fallen mainly on investment. The decrease in investment is roughly equal to the amount of net resource transfers.

The failure of investment to recover in the HICs and the declining support from commercial creditors to those countries are mutually reinforcing. The immense uncertainty surrounding the outcome of the debt crisis and, in some countries, the sheer size of the debt relative to economic capacity are daunting to all investors internal and external. These uncertainties are reflected in the secondary market prices of claims on HICs, which now average below 50 cents on the dollar. A key element contributing to this uncertainty is the lack of sustained adjustment in many of the debtor countries.

1. For a listing of the HICs see the footnote f in Table 2.

- Peru has publicly stated its interest in restoring more normal relations with its creditors, including the World Bank and the International Monetary Fund (IMF).

- The World Bank has helped avert a breakdown between creditors and debtors in Argentina, and discussions have begun on an improved economic program for which Argentina is soliciting support from the commercial banks and the IMF.

These experiences and the continued lack of growth and investment in the debtor countries are gradually leading to a consensus that new lending must be supplemented by voluntary debt reduction in many of the HICs. Market-based debt reduction that is negotiated on a case-by-case basis can make a valuable contribution to ease the uncertainties associated with a large debt overhang.

Official creditors and legislators in industrial countries can also play a major role in facilitating new lending and voluntary debt reduction. While there continues to be concern about the transfer of commercial bank risks to public institutions, the selective use of official guarantees can stimulate new lending. Similarly, measures to improve the coordination among commercial creditors with diverging interests—including the international harmonization of the tax and regulatory regimes that govern loan-loss provisions—could provide great impetus to voluntary debt reduction without unduly putting official resources at risk. For their part, the multilateral financial institutions may have to increase their assistance in the design, and surveillance of adjustment programs in addition to helping in financing these programs along with other creditors.

The strategy for the future, it appears, will evolve in a direction that blends, into a cooperative framework, voluntary debt reduction by commercial banks, serious adjustment efforts by debtor countries, the catalytic role of the multilateral financial institutions, and changes in the tax and regulatory regimes of industrial countries. Questions still remain as to what extent the role of the multilateral institutions can be strengthened and how rapidly the tax and regulatory regimes can be changed. Should such a framework be facilitated, case-by-case voluntary debt reduction could supplement concerted commercial lending and both explicitly linked to the borrowers' economic performance. The failure to move forward in this direction may pose an inherently greater risk of continuing low growth in the debtor countries and therefore greater uncertainties about their ability to maintain debt service, in turn posing greater risks for the creditor banks.

Developing Countries and the Global Economy

During 1988 the global economy continued to improve beyond expectations, due mainly to an acceleration of growth to 3.9 percent in the industrial countries. That buoyancy persists as the year draws to a close, with an equally strong undertone in world trade. Its total volume is estimated to have grown by about 7 percent during 1988, compared with less than 6 percent in 1987.

Average real GDP growth for all developing countries is now projected at 4.4 percent for 1988, virtually unchanged from 1987 (Table 2). But, as in the past, that average comprises wide divergences among regions and country groupings, and aggregate trends are strongly influenced by the strong performance of just a few countries. For example, with an estimated GDP growth of 6.8 percent for 1988, Asian developing countries still remain in the lead. They have benefited the most from the buoyancy in industrial countries. But, within the region, China and the newly industrializing economies (NIEs) have had exceptionally strong growth.

By comparison, for the two groups of debt-distressed developing countries—the HICs and Sub-Saharan Africa—the impact of strong growth in industrial countries has been limited for a number of reasons. The decline in real oil prices affected export earnings in oil-producing countries, such as Ecuador, Mexico, Nigeria, and Venezuela, while the weakening price of tropical beverages adversely affected countries such as Cote d'Ivoire. In Africa, neither the geographic nor the commodity composition of world trade has been favorable to that region's export performance.

In the HICs, growth is expected to be a modest 2.0 percent in 1988, up from 1.6 percent in 1987. Per capita income in these countries has declined practically every year since 1980 (Table 2). In 1988, their export volumes are estimated to have increased by 6.4 percent, compared with 10 percent for major exporters of manufactures. However, combined with the dearth of external financing, this still only permitted a modest increase in the volume of imports—after some five years of almost uninterrupted import contraction. The HICs therefore still had to hold back on investment.

In Sub-Saharan Africa, per capita real growth remained negative at -5.2 percent in 1987, and export and import volumes fell significantly. Estimates for 1988 are that per capita GDP growth in this region will be zero, following large declines for more than a decade. Moreover, the terms of trade continued to deteriorate for most of the region.

These differing growth trends are reflected in debt ratios. Two such indicators of relative debt burdens—the debt service ratio and debt-export ratio—show equally mixed trends. Taking all developing countries, both

External Debt in 1988

A Slowdown in the Rate of Increase in External Debt. Current estimates by World Bank staff are that the total debt of developing countries will reach nearly \$1.3 trillion—around 50 percent of their combined GNP—at the end of 1988. This would represent an increase of \$39 billion, or 3 percent, over the debt outstanding at the end of 1987 and points to a much slower rate of nominal debt accretion than in 1987 (11 percent). This can be attributed to three main factors.

- **Debt reduction.** The year 1988 saw some voluntary debt reduction by the commercial creditors of a number of major middle-income debtors. Debt buybacks and debt-equity swaps were the main vehicles for this.
- **Exchange rate changes.** The rate of increase of indebtedness was, again, influenced by currency valuation effects. The difference is that in 1988 that effect is in the opposite sense, resulting in a *slowdown of debt accretion*: during the first nine months of the year, the US dollar appreciated significantly against the Japanese yen, deutschemark, and pound sterling, among others. This has brought down the dollar value of debt denominated in those currencies. By contrast, in 1987 close to 70 percent of the nominal increase of total developing-country debt was caused by the devaluation of the US dollar against major currencies during that year.
- **The continued reluctance of commercial lenders.** During 1988 commercial banks—the HICs' largest group of creditors—remained reluctant to provide new funds to those countries, even on a concerted basis.

These factors have affected the two major groups of problem debtors, the HICs and Sub-Saharan Africa, to varying degrees during 1988. This partly explains the differences in their respective rates of increase in total indebtedness and the greater volatility in year-to-year debt trends in Sub-Saharan Africa. Voluntary debt reduction and low commercial lending mainly affected the HICs. Their total debt remained virtually unchanged in 1988 (\$529 billion), compared with an increase of more than 9 percent during the previous year, when debt reduction was far more limited. Moreover, the relative proportion of US dollar liabilities in the HICs' total debt is greater

than in Sub-Saharan Africa, so that the impact of currency valuation effects has been more diluted in the HICs.

By contrast, the greater volatility in the rates of change of Sub-Saharan Africa's debt—it increased by 6.5 percent during 1988 (to \$138 billion), following upon an increase of 18 percent in 1987—is almost entirely attributed to increased official lending and valuation effects. The reason valuation effects have been more pronounced in Africa—and low-income countries generally—is that non-US official creditors and multilateral agencies like the World Bank group provide a currency mix that is largely weighted toward nondollar currencies.

Commercial Lending to HICs. As in recent years, commercial banks remained reluctant to provide new funds to the HICs. Out of the six debt-restructuring agreements with commercial creditors negotiated between January and September 1988, only one, for Brazil, contained a significant new money component (\$5.2 billion). That package represents about 70 percent of the expected total concerted lending commitments in 1988. It served mostly to clear up interest arrears that Brazil had accumulated since February 1987. Generally, the main focus of concerted lending was still to refinance a proportion of interest due, so as to keep loans current.

The banks' reluctance to provide new funds stems from the fact that new lending—even on a concerted basis—faces two serious obstacles. The smaller banks, which are often highly provisioned than their larger counterparts, still attempt to "free ride." Rather than participating in new lending packages, they often expect to be repaid out of the proceeds of such loans. A second factor is the effect of large discounts in the secondary loan market. Although the banks are under no legal obligation to mark their loan portfolios "to market," the implicit book value of any new loan is affected by prevailing market discounts.

The early months of 1988 nevertheless saw a modest revival of "voluntary" lending to two of the HICs. In January, Colombia arranged a \$1 billion 10-year facility priced at 15/16ths of 1 percent over LIBOR. Later on, J.P. Morgan was lead manager for a \$100 million bond issue by Venezuela, with a coupon of 3.5 percent over 10-year US Treasury bonds.

The Growth of External Debt, 1982-89

(US\$ billions)	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988 ^a	1989 ^a
DRS Reporting Countries	752	816	852	962	1,053	1,170	1,200	1,173
Long-Term Debt ^b	562	645	687	794	894	996	1,020	1,000
From Official Sources	203	226	238	305	364	437	450	460
From Private Sources	359	419	449	489	530	559	570	540
Short-Term Debt ^c	169	140	132	131	119	133	140	135
Use of IMF Credit	21	31	33	38	40	40	40	40
Other Developing Countries ^d	86	86	81	89	99	111	120	125
Total External Debt	831	894	933	1,051	1,152	1,281	1,320	1,300

^a Data are preliminary estimates.

^b Data for Poland are included only from 1984 onward.

^c Data reflect the known rescheduling of some \$48 billion of short-term debt to banks into long-term debt in 1983-87.

^d Includes data for developing countries that do not report through DRS and for those that report in a form that does not permit publication in the standard tables; excludes debt of the high-income oil-exporting countries.

- Peru has publicly stated its interest in restoring more normal relations with its creditors, including the World Bank and the International Monetary Fund (IMF).

- The World Bank has helped avert a breakdown between creditors and debtors in Argentina, and discussions have begun on an improved economic program for which Argentina is soliciting support from the commercial banks and the IMF.

These experiences and the continued lack of growth and investment in the debtor countries are gradually leading to a consensus that new lending must be supplemented by voluntary debt reduction in many of the HICs. Market-based debt reduction that is negotiated on a case-by-case basis can make a valuable contribution to ease the uncertainties associated with a large debt overhang.

Official creditors and legislators in industrial countries can also play a major role in facilitating new lending and voluntary debt reduction. While there continues to be concern about the transfer of commercial bank risks to public institutions, the selective use of official guarantees can stimulate new lending. Similarly, measures to improve the coordination among commercial creditors with diverging interests—including the international harmonization of the tax and regulatory regimes that govern loan-loss provisions—could provide great impetus to voluntary debt reduction without unduly putting official resources at risk. For their part, the multilateral financial institutions may have to increase their assistance in the design, and surveillance of adjustment programs in addition to helping in financing these programs along with other creditors.

The strategy for the future, it appears, will evolve in a direction that blends, into a cooperative framework, voluntary debt reduction by commercial banks, serious adjustment efforts by debtor countries, the catalytic role of the multilateral financial institutions, and changes in the tax and regulatory regimes of industrial countries. Questions still remain as to what extent the role of the multilateral institutions can be strengthened and how rapidly the tax and regulatory regimes can be changed. Should such a framework be facilitated, case-by-case voluntary debt reduction could supplement concerted commercial lending and both explicitly linked to the borrowers' economic performance. The failure to move forward in this direction may pose an inherently greater risk of continuing low growth in the debtor countries and therefore greater uncertainties about their ability to maintain debt service, in turn posing greater risks for the creditor banks.

Developing Countries and the Global Economy

During 1988 the global economy continued to improve beyond expectations, due mainly to an acceleration of growth to 3.9 percent in the industrial countries. That buoyancy persists as the year draws to a close, with an equally strong undertone in world trade. Its total volume is estimated to have grown by about 7 percent during 1988, compared with less than 6 percent in 1987.

Average real GDP growth for all developing countries is now projected at 4.4 percent for 1988, virtually unchanged from 1987 (Table 2). But, as in the past, that average comprises wide divergences among regions and country groupings, and aggregate trends are strongly influenced by the strong performance of just a few countries. For example, with an estimated GDP growth of 6.8 percent for 1988, Asian developing countries still remain in the lead. They have benefited the most from the buoyancy in industrial countries. But, within the region, China and the newly industrializing economies (NIEs) have had exceptionally strong growth.

By comparison, for the two groups of debt-distressed developing countries—the HICs and Sub-Saharan Africa—the impact of strong growth in industrial countries has been limited for a number of reasons. The decline in real oil prices affected export earnings in oil-producing countries, such as Ecuador, Mexico, Nigeria, and Venezuela, while the weakening price of tropical beverages adversely affected countries such as Cote d'Ivoire. In Africa, neither the geographic nor the commodity composition of world trade has been favorable to that region's export performance.

In the HICs, growth is expected to be a modest 2.0 percent in 1988, up from 1.6 percent in 1987. Per capita income in these countries has declined practically every year since 1980 (Table 2). In 1988, their export volumes are estimated to have increased by 6.4 percent, compared with 10 percent for major exporters of manufactures. However, combined with the dearth of external financing, this still only permitted a modest increase in the volume of imports—after some five years of almost uninterrupted import contraction. The HICs therefore still had to hold back on investment.

In Sub-Saharan Africa, per capita real growth remained negative at -5.2 percent in 1987, and export and import volumes fell significantly. Estimates for 1988 are that per capita GDP growth in this region will be zero, following large declines for more than a decade. Moreover, the terms of trade continued to deteriorate for most of the region.

These differing growth trends are reflected in debt ratios. Two such indicators of relative debt burdens—the debt service ratio and debt-export ratio—show equally mixed trends. Taking all developing countries, both

Table 1. Public and Private Long-Term Debt and Financial Flows in Developing Countries, 1982-88

(US\$ billions)	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988 ^a
Long-Term Debt and Financial Flows							
Debt Disbursed and Outstanding	562.5	644.9	686.7	793.7	893.9	996.3	1020.0
Disbursements	116.9	97.2	91.6	89.3	87.7	86.7	88.0
(From Private Creditors)	84.6	65.0	58.9	57.8	50.8	48.5	50.0
Debt Service	98.7	92.6	101.8	112.2	116.5	124.9	131.0
Principal Repayments	49.7	45.4	48.6	56.4	61.5	70.9	72.0
Interest	48.9	47.3	53.2	55.8	54.9	54.0	59.0
Net Flows	67.2	51.8	43.0	32.9	26.2	15.8	16.0
Net Transfers	18.2	4.6	-10.2	-22.9	-28.7	-38.1	-43.0

^a Preliminary estimate.

The successful adjustment efforts of other developing countries suggest that the debt-distressed countries can also help turn their economies around by fostering internal competition, implementing sensible fiscal and monetary policies, and maintaining an incentive structure that is conducive to investment. It is only those countries that show promise of improved economic management and performance which may expect to receive assistance from commercial banks.

In low-income Africa, growth is estimated at 3.1 percent in 1988. But per capita GDP growth in this region will still be only zero in 1988, following an absolute decline since the early 1970s. As a result, per capita income is now only three-quarters of its level in the 1970s, while per capita investment has fallen by around 50 percent since that time. Although much can and has been achieved through adjustment and increased efficiency, these countries cannot grow out of debt problems unless investment picks up. It is important that the efforts of those countries that have demonstrated a strong commitment to adjustment be supported, to enable them to raise investment from its present low level and to restore noninflationary growth.

The international creditor and donor community is

now taking significant steps to address the problems of the debt-distressed, low-income countries of Sub-Saharan Africa. Difficult historical and natural circumstances and years of poor policies, combined with external shocks in the 1980s, have left a legacy of debt that is often of a size and at terms that put excessive strain on underlying economic structures. Recognizing this debt problem, official creditors and donors have begun to provide special assistance to these countries through increased concessional aid and innovative options for concessional debt reschedulings. Under a new agreement built upon the proposals made by French President Mitterrand and the British Chancellor of the Exchequer, Mr. Lawson, partial debt forgiveness, reduced interest rates, and longer maturities are options that can be exercised "within a framework of comparability" in Paris Club debt reschedulings with low-income African countries.

Despite the unpromising situation in most debtor countries, there may be grounds for modest optimism. The escalating cycle of confrontation and conciliation between creditors and debtors seems to be unwinding. The year 1988 marked a breakthrough for the poorest debtor countries; the key now is swift implementation of the policies and programs that have been agreed upon. For the HICs, some elements of a new consensus appear to be emerging:

- The market-based menu of options is gradually evolving and expanding.
- Voluntary debt reduction—which has featured in recent agreements between Bolivia, Brazil, Chile, Mexico, and the commercial banks—albeit modest, shows promise for the future.

Debtor-creditor relationships also show signs of improvement:

- Brazil (which had declared a payment moratorium on commercial debt in February 1987) and its commercial creditors have signed a major rescheduling agreement that incorporates many novel features besides debt reduction.

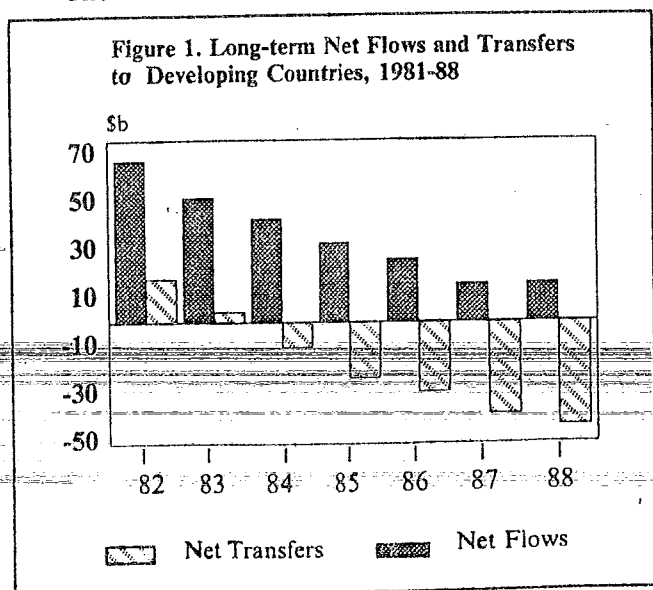


Table 3. Key Debt Indicators, 1985-88

Country Group	Debt Service Ratio ^a				Debt-Export Ratio ^a			
	1985	1986	1987	1988 ^b	1985	1986	1987	1988 ^b
Developing countries	23.1	24.6	22.6	21.5	163.5	189.0	180.7	170.0
Low-Income	12.7	14.8	14.0	14.5	156.7	177.1	182.1	180.0
Middle-Income	24.8	26.3	24.5	23.0	164.5	190.8	182.2	175.0
Memorandum Items								
Sub-Saharan Africa	24.2	21.7	18.4	20.5	191.8	273.4	307.6	315.0
HICs	33.3	36.7	30.6	35.5	246.3	308.8	309.9	295.0

a. Debt ratios are based on long-term debt and associated service payments (on a cash basis) and do not include short-term debt or arrears.

b. Preliminary estimates.

burdens remain a significant constraint on the region's economic growth and often undermine the effectiveness of its adjustment efforts. During 1987, Sub-Saharan Africa's total external debt increased by 18 percent, to \$129 billion, roughly 57 percent of which was owed to official creditors (Table 4). That increase mainly reflects valuation effects associated with the decline of the dollar during 1987. Debt on concessional terms, as a proportion of their total debt, fell from over 38.7 percent in 1985 to 37 percent in 1987, partly due to forgiveness of concessional debt by a number of bilateral donors. The main cause of concern for this region, however, is that the rates of growth of GDP and exports are not recovering.

Problems Persist throughout the Region. Rising indebtedness has coincided with an erosion of the region's ability to maintain debt service, as export revenues declined in 1986 and 1987. In both years, most countries suffered severe terms-of-trade losses, as the dollar prices of their primary commodity exports fell or remained depressed, while the dollar prices of their manufactures imports from Europe and Japan rose sharply.

In fact, the situation in Sub-Saharan Africa is even more critical than is shown by the data compiled on a basis of payments actually made. Estimates show that debt service obligations actually falling due in 1988 amounted to 47 percent of the region's total export revenues, compared with an actual debt service ratio of 20.5 percent in 1988, if computed on the basis of payments made.

The Plight of Low-Income Africa. Among Sub-Saharan African debtors, the problems faced by the low-income countries are, by far, the most severe.² These countries now have an estimated collective external debt of \$70

billion, 78 percent of which is owed to official creditors. Although close to 57 percent of that debt is at concessional terms, its burden is unsustainable in an environment of falling export earnings and stagnant GDP. In 1987, their debt service ratio (on the basis of payments made) was 18.6 percent, while the ratio of debt to export earnings exceeded 500 percent, compared with 363 percent for Sub-Saharan Africa as a whole.

Living standards in these countries have been declining steadily for more than a decade and are now far lower than at the end of the 1970s. The low level of investment is among the main causes of that decline. Taking a selected sample of countries, the average ratio of gross investment to GNP has dropped from 22.6 percent in 1980 to 16.3 percent in 1987. But, in extreme cases, that ratio has fallen to around 10 percent, a level at which the stock of productive capital simply cannot be maintained. Health care and education are deteriorating as a result of insufficient investment, with a widespread resurgence of poverty and mal-nutrition. One of such manifestations is the fact that Nigeria, which used to be a middle income country, now falls into the category of low-income countries.

A return to positive per capita GDP growth and poverty reduction are now absolute priorities. Of course, macroeconomic stability and better economic policies remain essential to attain these objectives. These need to be supported by sound investments in physical and social infrastructure and agricultural development. The last is the most important. After a brief respite during the previous two years, cereal production fell again in the region in 1988.

The severity of structural imbalances presents an obvious obstacle to progress in low-income Africa. In most cases, the vulnerability to the external environment is such that it can obscure actual progress in carrying through structural reforms. A further problem is that, although adjustment efforts have become more widespread and intensive, the commitment to reform and action to support it varies greatly across countries and

2. Low-Income Africa is defined here as in the *World Development Report 1988*. It includes all countries in Sub-Saharan Africa except Botswana, Cameroon, Congo, Cote d'Ivoire, Gabon, Mauritius, Nigeria, South Africa, Swaziland, and Zimbabwe.

Table 2. Growth of GDP and GNY per Capita in Developing Countries, by Region, 1980-88
(average annual percentage change)

Country Group	GDP		GDP			GNY per capita		
	(US\$ billions)	Population (millions)	(US\$ billions)					
	1987	1987	1980-86	1987	1988 ^a	1980-86	1987	1988 ^{a,b}
All Developing Countries	2,556.0	3,648.0	3.8	4.5	4.4	1.4	3.1	2.3
Regional Groups								
Sub-Saharan Africa ^c	131.0	412.0	0.3	-1.8	3.1	-3.4	-5.2	0.0
Asia	1,082.0	2,519.0	7.1	7.4	6.8	5.4	5.8	4.9
Europe, Middle East, and North Africa	496.0	281.0	2.8	3.1	3.1	0.4	1.2	-0.8
Latin America and the Caribbean	762.0	403.0	1.1	2.6	1.8	-2.1	-1.5	-0.4
Income Groups								
Low Income	684.0	2,420.0	7.6	6.7	6.9	5.6	4.4	5.0
Middle Income	1,872.0	1,229.0	2.3	3.5	3.2	-0.6	2.3	0.9
Miscellaneous Groups								
Exporters of Manufacturers ^d	1,282.0	2,115.0	6.2	6.4	5.8	4.6	4.9	4.1
Middle-Income Oil Exporters ^e	430.0	487.0	1.2	0.6	2.2	-2.6	-0.2	-0.4
HICs ^f	867.0	583.0	0.8	1.6	2.0	-2.4	-0.1	-0.4

Source: World Bank data.

Notes:

"Developing countries" refers to the ninety-country group used for analytical purposes in the World Development Report and other Bank documents plus Poland and Hungary. GNY per capita (income per capita) is the GDP per capita, corrected for changes in terms of trade.

a. Preliminary, as shown in 1988 *World Development Report*. Subsequent estimates show very little change except for China.

b. Preliminary GDP per capita estimate.

c. Excludes South Africa.

d. Includes Brazil, China, Hong Kong, India, Israel, Republic of Korea, Portugal, Singapore, Yugoslavia, and Taiwan, China.

e. Includes Algeria, Cameroon, Congo, Ecuador, Egypt, Gabon, Indonesia, Mexico, Nigeria, Syria, Trinidad and Tobago, and Venezuela.

f. Includes Argentina, Bolivia, Brazil, Chile, Colombia, Costa Rica, Cote d'Ivoire, Ecuador, Jamaica, Mexico, Morocco, Nigeria, Peru, Philippines, Uruguay, Venezuela, and Yugoslavia.

ratios improved in 1987 and are expected to improve further in 1988 (Table 3). That improvement is due mainly to higher commodity prices and to the strong export performance of a number of countries—especially the exporters of manufactures.

For the HICs and Sub-Saharan Africa, the trend indicated by debt ratios is less clear. The debt service ratios for both groups dropped—significantly so for HICs—in 1987, but they are projected to rise again in 1988. The debt-export ratio of African countries deteriorated in both 1987 and 1988, whereas that of the HICs is expected to improve in 1988.

It is important to note that debt service is measured on a cash basis. Substantial payment arrears account for a large part of the improvement in the HICs' debt service ratio in 1987. 1988 estimates, on the other hand, assume a slowdown in the build-up of arrears, which explains the projected worsening of their debt service ratio—from 30.6 percent in 1987 to 35.5 percent in 1988.

The decline in the HICs' debt-export ratio to 295 percent (still a very high level) in 1988 results from a combination of factors. The appreciation of the dollar

during the first nine months of 1988 brought down the dollar value of debt denominated in other currencies. Some countries have been able to reduce their debt through buybacks or conversion of some of the debt into domestic investments (through debt-equity swaps) or domestic currency liabilities. Finally, the sharp growth of export revenues in Brazil and Mexico during 1988 influences the HICs' combined debt-export ratio.

In any event, to focus exclusively on the debt problems of several HICs and Sub-Saharan African countries fails to give due credit to the numerous success stories: several developing countries, especially in Asia, either avoided debt problems altogether or have been able to overcome them through successful adjustment and growth. Today these countries, which comprise most of the population of the developing world, do not have to face serious debt-servicing problems.

The Debt Crisis of Sub-Saharan Africa

In Sub-Saharan Africa, the debt crisis has been more prolonged and severe than in the HICs. Excessive debt

Table 4. Trends in External Debt in Sub-Saharan Africa, 1985-88
(US\$ billions)

	1985	1986	1987	1988 ^b
Total External Debt	93.2	109.4	128.8	138.0
Disbursements ^a	7.9	8.9	9.0	9.5
Amortization ^a	5.9	4.6	3.8	4.1
Interest ^a	3.4	2.6	2.7	3.2
Net Flows ^a	1.9	4.3	5.2	5.4
Net Transfers ^a	-1.5	1.7	2.5	2.2

^a Long-term only.

^b Preliminary estimates.

Sources: OECD, BIS, and World Bank staff estimates.

sectors. This makes it essential that countries with strong commitments to growth-oriented adjustment have access to sufficient and timely concessional financial assistance, at terms that reflect their particular circumstances.

International Support Is Becoming Stronger. Fortunately, the international community has endorsed the principle of selective debt relief for low-income Africa, and adjustment lending is continuing in support of countries that are committed to implementing the necessary policy reforms.

Multilateral support for low-income Africa includes the World Bank's Special Program of Assistance, which provides, among other things, for expanded cofinancing with donor agencies. The recent agreement on the fifth replenishment of the African Development Fund is also noteworthy. In addition, the IMF has established the Enhanced Structural Adjustment Facility (ESAF), which seeks to triple the resources the Fund can provide on concessional terms to eligible countries with strong adjustment programs—most of which are in Africa.

Support is also forthcoming from bilateral official creditors. Starting in 1987, Paris Club reschedulings for low-income debtors already stretched repayments to between 15 and 20 years, with grace periods of up to 10 years. At the June 1988 Toronto Summit even greater flexibility was added, with a menu of concessional rescheduling options to be determined within "a framework of comparability" (Appendix I). Finally, a number of donor countries have accepted the conversion of existing development assistance (ODA) into grants, thus effectively forgiving debt.

Dealing with the Debt Overhang of the HICs

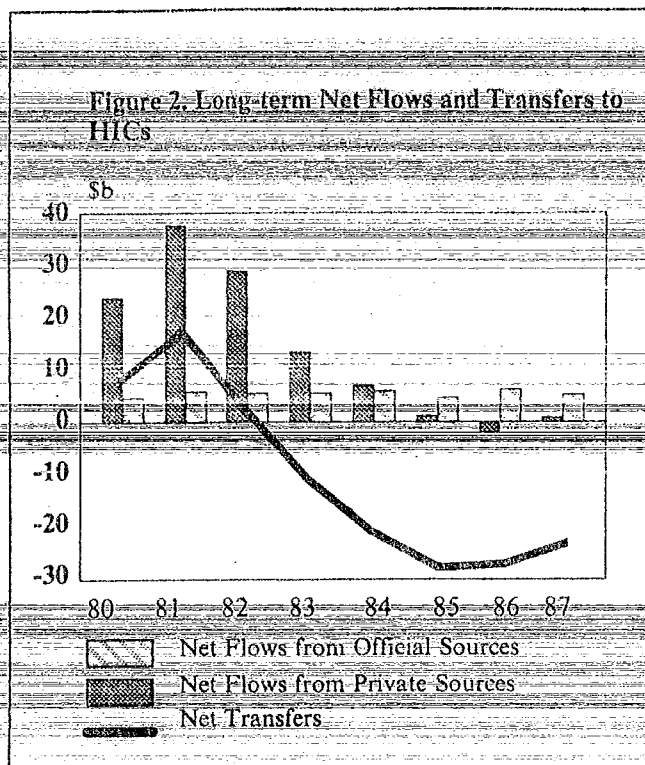
Although their condition is far less severe than that of low-income Africa, most HICs have not yet begun to show improvement in debt ratios. A turnaround in these ratios is important if they are to regain creditworthiness. In 1988 their aggregate debt outstanding is estimated to have reached \$529 billion (Table 5) with an average debt service ratio—based on long-term debt—of 36 percent, or only marginally below that of 37 percent in 1982. Meanwhile the ratio of the HICs' total debt to exports has risen from 259 percent in 1982 to 357 percent in 1987.

Net transfers out of HICs in 1988 rose to \$31 billion—an increase of about 50 percent over the preceding year—while net flows remained steady. It must be realized, of course, that if net transfers are always to be positive, then unless the growth rate of exports at least equals the rate of interest, the debt-to-export ratio will grow steadily. The extraordinary inflow of foreign savings that provided high and rapidly growing consumption and investment levels in the 1970s was clearly unsustainable in the longer run. However, a shift to substantial negative net transfers from the HICs, of the speed and magnitude recorded in recent years, represents a new and significant constraint on their expansion at a time when they are attempting to grow out of their debt problems.

The Impasse between Many Debtors and Their Creditors. As debt and adjustment fatigue set in, the absence of visible signs of imminent recovery in many HICs continues to deter voluntary commercial lending. Thus, after more than six years and some marginal gains, several large debtors and their creditors are still locked in an impasse.

The HICs' debt overhang—a burden of debt that reduces incentives to undertake sustainable long-term adjustment—holds back their growth. It also presents a continuing threat to the global economy, particularly in a situation of rising interest rates and weak commodity prices. Thus, it is particularly worrisome that the six-month dollar LIBOR—the basic reference rate for the developing countries' commercial debt—has increased by about 1.6 percentage points from January to November 1988. In addition, the oil-exporting HICs could experience severe payment difficulties if the recent fall in crude oil prices is not reversed.

Progress may also have been hindered by the fact that adjustment often faces considerable internal opposition. Commitment to reform and adjustment do therefore vacillate. These domestic tensions and the need to ease the external financing constraint sometimes



provoke confrontation with creditors, as shown by the mounting interest arrears of some smaller HICs and occasional interruptions of interest payments among the larger HICs.

It is therefore encouraging that 1988 saw a considerable lessening of the level of confrontation. Brazil successfully negotiated a substantial financing package with its creditors and ended the moratorium on interest payments that had been declared in February 1987. Similarly, Peru introduced a set of austerity measures in September 1988 and is resuming

negotiations with its creditors to find ways to settle arrears and obtain new financing. Argentina has recently started paying some of its interest arrears and has begun serious discussions with the IMF and commercial banks on an economic adjustment program. The World Bank has approved loans amounting to \$1.25 billion in support of this program. Nevertheless, arrears remain substantial in aggregate terms.

The Evolution of Debt Workouts with HICs. Since the Fall of 1982 the debt strategy of the HICs and their commercial creditors has changed considerably. It has evolved through three distinct phases, during which workouts have become increasingly flexible and pragmatic. Retracing that evolution provides a gauge of progress to date. It also underlines the magnitude of the tasks ahead.

The initial response. In the immediate aftermath of the crisis of 1982, creditors generally interpreted the situation as one of temporary illiquidity. Debt restructuring agreements with private and official creditors therefore essentially sought to buy time by adjusting debt service to the countries' income losses from higher interest rates and worsened terms of trade. At the same time, net commercial lending plummeted from \$29 billion in 1982 to \$7.2 billion in 1984. Thus, even though multilateral agencies stepped up their lending, net resource transfers to HICs became negative in 1983.

Under the circumstances, the debtors' only choice was to cut domestic absorption drastically by pruning investments and imports, so that external adjustment took the form of lower growth and falling output. The resulting turnaround in the trade and current account

Table 5. Highly Indebted Countries and the World Economy, 1980-88

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988 ^c
<i>Percentage Real Change</i>									
Economic Growth Indicators									
Industrial Country Output	1.3	2.0	-0.4	2.8	4.5	3.1	2.7	3.3	3.9
World Trade ^a	1.3	2.4	-1.0	3.0	9.9	4.0	2.6	4.3	7.5
HIC GDP ^b	5.6	0.6	-0.4	-2.9	1.9	3.7	3.4	1.7	2.0
HIC Investment ^b	9.4	0.4	-13.1	-21.0	-2.1	4.5	1.9	0.8	-2.9
HIC per Capita Consumption ^b	3.4	0.3	-2.2	-4.1	-1.7	0.2	2.6	-1.4	-0.6
HIC Exports ^b	1.1	-6.6	0.0	5.0	9.3	2.2	0.7	0.4	6.4
HIC Imports ^b	8.2	2.3	-14.1	-20.4	-1.1	-1.6	4.0	-1.7	2.0
<i>US\$ billions</i>									
Total External Debt	289.0	351.0	391.0	422.0	438.0	454.0	482.0	527.0	529.0
Net Flows to HICs	28.6	43.7	34.6	19.1	13.3	6.0	4.5	6.2	7.6
Net Resource Transfers to HICs	8.8	18.3	3.7	-9.9	-19.9	-26.5	-25.8	-21.8	-31.1

a. Volume.

b. Constant 1980 US dollars.

c. Preliminary estimates.

Box 1. Debt Service and Growth in HICs

The table below, which was first introduced in the 1985-86 edition of the *World Debt Tables*, shows key data on debt service, as well as relevant growth indexes for each of the seventeen HICs.

Box Table 1. Seventeen Highly Indebted Countries
(US\$ billions)

Country	Debt Outstanding, 1988 ^a		Debt Service		Debt Ratios		Average Annual Growth Rates ^d			Per Capita	
	Of Which		1988-90 ^b		DOD/	Interest/	1982-88			Invest-	Con-
	Total	Private	Total	Of Which	GNP	XGS	1982-88	Exports	Imports	ment	sumption
	Source		Interest	1987	1987	1982-88	Imports	Imports	ment	sumption	
	(percent)				(percent)		Imports	Imports	ment	sumption	
Argentina	59.6	79.4	17.7	11.4	73.9	41.5	1.4	1.9	1.3	-2.1	-0.4
Bolivia	5.7	27.3	1.8	0.8	133.7	44.4	-1.4	-1.3	5.6	-16.7	-1.6
Brazil	120.1	76.8	63.4	21.8	39.4	28.3	4.8	4.2	-2.0	2.8	2.6
Chile	20.8	74.3	7.0	5.2	124.1	27.0	4.3	7.1	3.6	15.1	-0.8
Colombia	17.2	48.0	10.3	3.6	50.2	17.0	4.1	9.4	-1.7	-0.1	1.3
Costa Rica	4.8	33.2	2.2	0.7	115.7	17.5	3.6	1.4	8.3	9.3	2.6
Cote d'Ivoire	14.2	60.2	5.0	2.2	143.6	19.7	1.3	-1.0	-4.8	-9.0	-2.1
Ecuador	11.0	63.6	5.5	2.1	107.4	32.7	1.5	5.6	-2.3	-2.1	-2.4
Jamaica	4.5	17.6	1.6	0.7	175.9	14.2	0.7	10.8	8.8	-2.2	-0.3
Mexico	107.4	78.1	43.5	24.0	77.5	28.1	0.2	4.1	-1.0	-4.5	-1.8
Morocco	22.0	29.0	9.7	2.9	132.4	17.3	3.6	5.4	0.5	-0.7	0.9
Nigeria	30.5	61.1	16.4	4.6	122.6	23.3	-0.3	2.1	-20.6	-10.1	-4.5
Peru	19.0	61.5	7.4	2.4	40.5	27.2	2.9	-1.1	-6.0	-11.9	-1.4
Philippines	30.2	60.0	11.9	5.0	86.5	18.7	-0.1	5.5	2.4	-12.0	-0.6
Uruguay	4.5	77.1	1.8	0.8	58.6	17.7	1.7	4.7	1.2	-3.4	1.0
Venezuela	35.0	99.3	15.6	7.8	94.5	21.9	1.2	1.2	-1.4	-1.6	-1.4
Yugoslavia	22.1	61.9	13.8	4.4	38.9	10.8	1.0	1.0	-1.7	0.2	0.3
Total	528.6	71.2	234.6	100.2	63.1	24.2	2.6	2.9	-3.4	-1.5	0.2

a. Estimated total external liabilities, including the use of IMF credit.

b. Debt service is based on long-term debt at end 1987. It does not take into account new loans contracted or debt reschedulings signed after that date.

c. Based on interest due in 1988 on long-term debt outstanding at the end of 1987, relative to 1987 exports of goods and all services.

d. Data for 1988 are preliminary estimates. Growth rates (least squares) are computed from time series in constant prices.

balances of the HICs was remarkable. In barely two years, their aggregate current account position shifted from a deficit of \$52.3 billion in 1982—or 6 percent of their combined GNP—to small surpluses in 1984 and 1985.

Over time, as the fact that high real interest rates would persist became clearer, greater flexibility began to emerge. Multiyear rescheduling agreements (MYRAs) with commercial banks were introduced in 1984, as rewards for countries that had made strong progress on policies to deal with their balance of payment problems. MYRAs offered the advantage of dispensing with the need for time-consuming annual negotiations and by lowering the cost of rescheduled debt, these agreements were also aimed at restoring normal market access for the debtors.

Favorable expectations about the role of MYRAs did not materialize. In retrospect, one major shortcoming was their failure to include adequate provision for new commercial lending. Policy failures by

debtors and the recurrence of external shocks also meant that some MYRAs did not become effective or had to be renegotiated. In some cases, they resulted in year-to-year agreements while in others they were replaced by comprehensive agreements such as in case of Mexico, and Nigeria.

It became apparent that, although the threat of large-scale defaults—and attendant collapse of the international financial system—had been avoided, the debt strategy in force until 1985 would need modification. Indeed, adjustment in the debtor countries through further austerity and cuts in domestic absorption would be unsustainable in the long run.

The Baker Initiative: a new focus on the debt crisis. The Baker initiative of 1985 endorsed the new consensus on the difficulty of preserving debt service through domestic austerity. It stressed that only a combination of growth, structural reforms, and new lending could

safeguard existing debt-servicing arrangements and eventually restore creditworthiness in the largest debtors. The initiative singled out fifteen middle-income countries, the "Baker 15" that is, all the HICs except Jamaica and Costa Rica for priority action.

The emphasis on the need to combine new lending with accelerated reform was a significant step forward. Protracted fiscal laxity and economic mismanagement during the 1970s had been among the main causes of the debt crisis. At the time, developing countries were able to obtain external financing at low or negative real interest rates, which often encouraged fiscal expansion. The influx of foreign loans compounded other domestic distortions. It sustained the overvaluation of exchange rates and thus stimulated capital flight (Box 2).

As a complement to adjustment, the Baker initiative recommended additional lending to enable the debtors to remain current on debt service and expand investment and production. The expectation was that, as growth resumed and export earnings increased, debt ratios would progressively fall. This, in turn, would gradually restore creditworthiness and pave the way for voluntary commercial lending. A key role was assigned to the multilateral institutions, both to ensure that the debtors would adopt appropriate policies and to complement private sector external financing.

The impact of the Baker initiative on the HICs has been mixed, as shown in their performance between 1985 and 1987. Adjustment has continued, albeit with considerable differences across countries. The HICs can be classified into three main categories, depending on their success in carrying through reform programs. Chile, Colombia, Morocco, and Uruguay are among the few countries whose performance has been positive in recent years. Colombia has not rescheduled its debt, since 1985, and Chile offers a clear example of successful adjustment through wide-ranging reforms of its economy and liberalization of its internal markets. Some others have been able to diversify production and develop nontraditional, export-oriented activities. A good example is Mexico, which has diversified its productive base and lessened its dependence on oil exports. At the other extreme, Peru has backtracked markedly, as evidenced by its growing current account deficit and payment difficulties. Argentina and Brazil introduced heterodox measures in 1985-86 in an attempt to control inflation, but without much success. In between these two groups are countries where the pace of adjustment has been intermittent, rather than sustained. More recently, Morocco, Nigeria, and the Philippines have also introduced and sustained significant policy reforms, but are just beginning to increase output and exports.

- Based on regional aggregates, the ratio of gross in-

vestment to GDP in Latin America—the region in which most HICs are located—has declined from 21.4 percent in 1980 to 14.9 percent in 1987. In some of these countries current investment ratios are now barely sufficient to cover depreciation. This has already taken a heavy toll on growth, as shown by further declines in per capita income in those countries in 1985 and 1986. A persistence of the low investment ratios reached in 1987 will also continue to hold back future growth, which is a function of past investment rates and of the efficiency of investment. In a number of cases, adjustment and policy reforms have partly compensated for the insufficiency of investment by improving the productivity of existing capital and lowering ICORs on new investment but overall results were not favorable.³ Per capita income in the group of HICs showed slightly negative growth in 1988 (see Table 2).

- On the trade front, the HICs have recorded combined annual trade surpluses of the order of \$30 billion. But their aggregate current account, which was positive in 1984 and 1985, again moved into deficit in 1986 and 1987. The combined effect of a precipitous decline of oil prices in 1986 and a sharp fall of non-oil commodity prices in 1987 caused a total terms-of-trade loss of about 21 percent during these two years. Although these losses impacted the HICs differently they have undoubtedly contributed to the reversal in current account positions.
- Despite trade surpluses, the HICs' total debt has continued to rise in relation to GDP and exports since 1985, and their debt service ratio, which remained virtually unchanged in 1984 and 1985, increased in 1986. Although that ratio improved somewhat in 1987 (see Table 3), growing interest arrears and sizeable reschedulings mainly account for that improvement.

Against this background, net long-term lending by private creditors to the HICs has continued to decline after 1985.⁴ It fell from \$7.2 billion in 1984, to \$1.3 billion in 1985, and to -\$1.9 billion in 1986. Lower lending—which stood in contrast to the Baker initiative's recommendation that lending be increased—in turn, caused further negative resource transfers from the HICs to their external creditors. During the 1985-87 they amounted to nearly \$74 billion—3.1 percent of the HICs' combined GNP for that period and almost equal to the drop in investment.

With lower lending, the commercial banks managed to reduce their exposure to HIC risks and to strengthen

3. Incremental capital-output ratios.

4. Private creditors include commercial banks and the holders of bonds issued by public and private borrowers—both guaranteed and nonguaranteed.

Box 2. External Debt and Public Deficits

Problems of excessive external debt are very often related to large public sector deficits. This association extends beyond direct foreign borrowing by the public sector. Large public sector financing requirements can also indirectly lead to excessive foreign debt by pushing private sector borrowers out of domestic and into foreign financial markets. Foreign borrowing by the banking system also may result from the pressure of public domestic borrowing. Thus the effect of public deficits in HICs before 1982 showed up mostly as high direct foreign debt of national governments and public enterprises. But they also sometimes gave rise to excessive external borrowing and large flows of foreign capital into the banking system.

Another way public deficits have indirectly affected foreign borrowing is through their effect on capital flight. When the private sector perceived public deficits to be unsustainable, it responded by moving capital into foreign assets. This was due to the expectation that unsustainable public deficits would eventually lead to increased inflation and currency devaluation, lowering the expected return on domestic financial assets. Movements into foreign assets usually resulted in an equal amount of foreign borrowing by the public or private sectors to replace the lost capital. Although private borrowers may have had similar expectations of inflation, they may have anticipated that the public sector would partially compensate them for capital losses on foreign debt from devaluation (as did indeed occur).

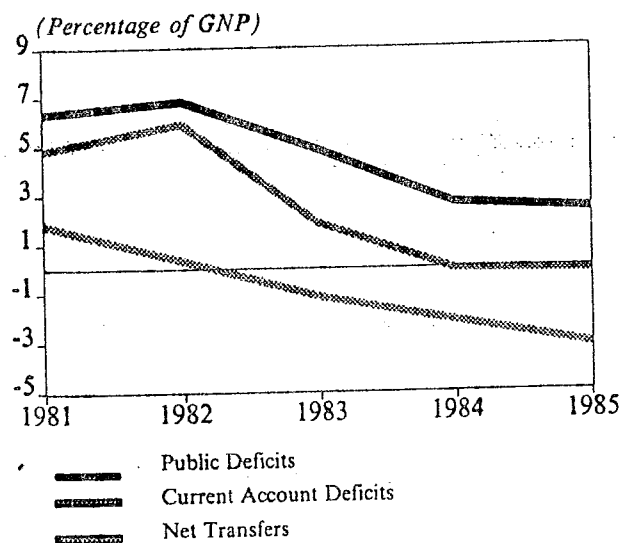
The relationship between public deficits and external borrowing can be stated in its most general form through the identity that investment must be equal to savings. This is equivalent to the identity that public deficits are equal to the sum of the surplus of private saving over investment and the current account deficit of the balance of payments. The current account deficit represents the net change in external debt. Public deficits at least partially spilled into current account deficits in the HICs. Moreover, since the outbreak of the debt crisis one of the main policy levers used to reduce current account deficits has been the corresponding decrease in fiscal deficits. Box Figure 2 demonstrates these relations.

The association between public deficits and external debt also goes the other way: external debt crises affect public deficits. This has been particularly evident since the outbreak of the debt crisis in 1982. The increase in international interest rates and currency devaluation in the HICs has caused an increasing debt service burden on public finances. For example, in Argentina in 1985, external interest payments on the public debt were equal to 17 percent of current public revenues.

In addition, governments in many of these countries were forced to assume the losses suffered as a result of the external debts of private banks and corporations, which further worsened the burden on the budget. The interest and other financial expenditures on the foreign debt has offset a good deal of the fiscal adjustment undertaken since 1982.

Overall, the degree of fiscal adjustment in the HICs has been less than the decline in external financing. This has meant that the public sector in those countries has had to recur increasingly to internal finance of their remaining deficits. This has been costly in terms of increased inflation, high real interest rates, and lower private investment, complicating the adjustment with growth strategy that many countries have tried to pursue.

Box Figure 2. Net Transfers, Current Account Deficits and Public Deficits for Seventeen Highly Indebted Countries, 1981-85



Notes: Net transfers are defined as disbursements of medium- and long-term external loans minus interest and amortization payments on medium- and long-term external debt. Public deficits refer to the consolidated public deficit, except for Costa Rica, Morocco, Uruguay, and Yugoslavia, where central government deficits are used. For Brazil and Mexico, two countries with high internal debt and high inflation, the "operational deficit" measure was used.

their balance sheets. It is estimated that between September 1985 and September 1987, the US banks, for example, reduced their aggregate exposure to the "Baker 15" countries by some 12 percent, from \$91 billion to \$80 billion. At the same time, banks could significantly improve their capital ratios through major increases in shareholder equity and greater loss provisions, beyond the specific reserves that had already been mandated by bank regulators. By the end of 1987, average loss provisions against most HICs were in a range of 20 to 35 percent in the United States and United Kingdom, 35 to 40 percent in Canada, and over 70 percent for certain banks in continental Europe.

Experience has already shown that the banks' more manageable risk exposures, sizable loss reserves, and ability to absorb losses on discounted loan sales do not signal a willingness to go beyond limited concerted lending to problem debtors. The dominant reason for this is that the banks—especially if considered individually—do not see that new loans will significantly strengthen the total value of their claims. Nor are the banks yet immune to the danger of future interruptions in the debt service. Depressed prices in the secondary loan market (discussed below) make that threat all the more tangible. In 1987, total long-term commercial bank claims on HICs still stood at \$319 billion. For the nine US money-center banks, a total loan exposure of \$54.6 billion on HICs at the end of 1987 represented about 71 percent of their total combined capital.

Toward the end of 1987, after some two years of mixed results in the HICs and of defensive actions by the banks, it became clear that initial expectations about the debt workout strategy that was launched in 1985 had not been met. Specifically, successive external shocks, failure to spur growth and debt fatigue in the debtor countries were causing serious political and social tensions in the HICs, as well as reluctance to undertake further reforms.

The adapted Baker initiative. The original Baker debt strategy has undergone modifications during the past year. The major shift that characterizes the current debt strategy is the creditors' increasing reliance on a menu of market-based options that enables them to exchange existing debt claims for new assets. These assets usually have a lower nominal value, but carry a lower credit risk. Although the number of active commercial creditors has fallen back sharply, that menu has made their debt workouts with the HICs considerably more flexible than in the past.

The menu itself is also becoming broader and more innovative as new options emerge that can accommodate the diversity of interests and constraints faced by creditors in debt workouts. Depending on the structure of instruments used, the menu can change the nature of claims through exchange offers, transfer their ownership

through debt conversion mechanisms and debt repurchases, or alter the financial profile of debt by interest retiming and long-term consolidation. Options now include new money instruments; parallel financing with multilateral agencies; medium-term trade facilities; provision for onlending and relending; interest and currency switching techniques; securitization and debt conversion techniques; and discounted debt buybacks by the debtors.

The most important breakthrough has consisted of voluntary debt reduction (VDR) through various techniques and instruments. These techniques have enabled the banks to seek mutuality of interests with the debtors through negotiated debt reduction. They offer the potential of significant progress in dealing with the debt overhang in HICs.

Voluntary Debt Reduction. Voluntary debt reduction has made tangible progress during the last year. The significant activity by the commercial banks in managing and realigning their developing country loan portfolio has increased the volume of interbank trading in the secondary loan market. In addition, there has also been a steady rise in the volume of debt-equity swaps and emerging debt buybacks through this market. For example, during the first half of 1988 the volume of debt-equity conversions is estimated to have reached \$8.8 billion, or 88 percent more than during 1987 as a whole. They are mostly concentrated on a few countries, such as Brazil, Chile, and Mexico.

However, there is still a lot of debate as to what extent debt-equity swaps can be expected to have a significant impact on the indebtedness of the HICs. A number of financial management challenges and constraints do surface. Most important, equity investment goes to the private sector, while the debt is mostly public. The two sets can only be evenly matched when investors purchase a privatized public asset. Thus, these transactions would most benefit the countries that have an active and large privatization program. Elsewhere, a rapid pace of debt conversion may lead to excessive growth of the money supply in the host countries and accentuate inflationary pressures. In addition, investment opportunities that are open to swaps are not unlimited and may be drying up in some of the large HICs. Such swaps also raise political sensitivities toward increased foreign ownership of domestic assets, especially publicly owned enterprises. This sets an upper limit to debt-equity conversion. Finally, future profit remittances to foreign investors may result in significant outward transfers comparable to those on debt liabilities. Nevertheless, countries such as Argentina, Nigeria, Peru and the Philippines can go far before running into these constraints.

Chile has been the most successful among the

Box 3. Other Forms of Voluntary Debt Reduction

In addition to debt-equity swaps, the greater use of exit bonds and negotiated debt reduction have also contributed to lowering the debt burden of a number of HICs.

Exit bonds have long maturities (up to 25 years) and carry below-market yields. They are excluded from the base for future concerted lending, which enables smaller banks to trade a financial sacrifice—low returns and long maturities—for an exemption from future lending. For the remaining creditors this offers the prospect of more expeditious future reschedulings.

Exit bonds made their first appearance in the Argentina lending agreement concluded with commercial banks in August 1987. The Argentine bonds offered a 4 percent coupon with a 25-year maturity, and were available in amounts of up to \$5 million per bank. Only a few smaller banks accepted these exit instruments, which released the banks from any future concerted lending to Argentina in new money packages. This relative failure has been attributed among other factors to unattractive pricing. More recently, as in Brazil's case, the use of exit bonds has been relatively more successful.

Recent examples of large-scale, *negotiated debt reduction* include the following.

- In January 1988, Bolivia repurchased \$335 million of commercial debt (40 percent of its total) through public tender at an average discount of 89 percent. A face amount of \$270 million was settled in cash, and the remainder was exchanged for 25-year, zero-coupon Investment Bonds denominated in Bolivares but indexed to the US dollar. This cash buyback operation was financed with funds provided by official donors
- In March 1988, Mexico was able to retire \$3.67 billion of long-term debt, at an average discount of 30.25 percent, in a securitized debt defeasance plan: in exchan-

ge for the retired debt. Mexico issued \$2.56 billion "2008" bonds backed by special zero-coupon bonds of the US Treasury bought by Mexico for \$492 million of its own currency reserves. The redemption value of these zero-coupon bonds is equal to the principal amount of the "2008" coupon bonds.

- Brazil agreed on a rescheduling package for 1988-89 with its Bank Advisory Committee in August 1988. That agreement, which was signed in late September 1988, includes \$62 billion in rescheduled debt and \$5.2 billion in new funds, and has several important debt-reduction features. First, the reduction in the average interest margin would save over \$3 billion in interest expense over the next five years. Second, debt-equity conversions at 100 percent face value would further result in a reduction of debt stock by \$1.8 billion over a three year period. Third, the package includes \$5 billion in 25-year exit bonds with a grace period of 10 years and carrying interest at 6 percent a year. They can be purchased by individual banks in amounts up to \$15 million per bank, thus clearly aiming at the smaller creditors. Fourth, interest on the rescheduled amount is retired from three to six months—generating estimated savings of up to \$ 135 million over 20 years. About 95 percent of \$62 billion of Brazil's medium term external commercial debt is consolidated in a multiyear deposit facility (MYDF) with the Brazilian Central Bank. The larger part of the MYDF (\$57.1 billion) also has an extended maturity of 20 years, including a grace period of 7 years. That entire amount will be available for relending to domestic private-sector borrowers, as well as be eligible for debt-equity conversions, thus paving the way for further substantial debt reduction and savings.

rescheduling countries at reducing its debt through market-based operations. Its debt-equity swap program was initiated in May 1985 and remains the largest, well-established, and most flexible arrangement of any developing country. In 1988, Chile obtained consent of its creditors to use up to \$500 million of the increase in its export receipts (due to the rise in copper prices) to finance further debt reduction. During the next three years, the country can use these funds to buy back its debt in the secondary loan market or directly from interested creditors. In early November 1988, Chile announced that it would buy back \$299 million of its external debt as part of that arrangement. That purchase was made for \$168.4 million in cash, representing a discount close to 44 percent. Other examples of VDR are discussed in Box 3. Brazil has actively pursued debt conversion programs

through monthly auctions.

The International Finance Corporation (IFC), the World Bank's private sector affiliate has been assisting developing countries in organizing debt-equity swaps. The most publicized such deal was IFC's assistance to a brewing and consumer-products company in Mexico—Grupo Visa—in restructuring its foreign debt. Through debt-equity swaps, debt buyouts, debt-for-debt swaps, and asset divestiture arranged by the IFC, the company's foreign debt was reduced by about \$1.3 billion to around \$400 million. Foreign creditors and new investors acquired a 40 percent stake in the company.

Characteristics of the Secondary Loan Market. While debt-equity swaps and other market techniques have

already contributed to reducing some of the debt burden of several countries—in Chile's case significantly—the secondary market's actual contribution and immediate potential as a channel for debt reduction may have been overestimated. As a proportion of the debt outstanding of HICs in 1987, the reduction amounts to only 1.7 percent. The much larger volume of transactions in the secondary market pertains to inter-bank trading that does not transfer any benefit to the debtor countries.

- Recent data point to a large segment of pure trading of developing country loans that does not involve debt conversion. Provisional estimates for the first half of 1988 are that loan trading, inclusive of equity swaps, will reach \$30 billion, compared with the \$12 billion 1987 (Table 6). By comparison, the volume of equity swaps concluded during the first six months of 1988 was \$8.8 billion. Secondary market trades enable the banks to adjust their portfolios of developing-country risks by exchanging loans with other investors. For example, during the second quarter of 1988, thirteen major US banks were able to bring down their portfolios of developing-country loans by some \$2.3 billion through such trades and outright sales. In return for cleaning up their balance sheets, they can expect to see improved share prices and a greater ability to raise new equity. Although the banks can usually offset one-time losses on such

transactions against their taxes, secondary market trading offers few benefits to the debtors themselves, as they cannot capture the market's discounts: the contractual amount of their external liabilities remains unchanged, notwithstanding the change of ownership. On the other hand, debt buybacks and debt equity conversions can translate into benefits for the debtor country. Bolivia and Chile, for example, were able to capture discounts indicated by the secondary market through cash buy-backs.

- A handful of countries account for the larger part of the turnover. Trade in the debt of five Latin American countries (Argentina, Brazil, Chile, Mexico, and Venezuela) accounted for some 90 percent of the \$12 billion turnover recorded in 1987 and still represents the lion's share of trading today. By contrast, prices for the debt of other countries—especially the smaller debtors whose debt is not traded actively—are purely indicative. Moreover, the levels of the discounts at which the countries can retire their debt tend to be well above the secondary market prices. This naturally limits the market's relevance as an indicator of what can be achieved in those countries.
- There was a further decline in secondary market prices in 1988, which continued the downward trend set in since June 1987 (Table 7). Notwithstanding the

Table 6. Secondary Trading in Developing Country Debt, 1984-88
(US\$ million)

	1984	1985	1986	1987	1988 ^a
Debt Conversions ^b					
Argentina	31	469	-	-	338
Brazil	731	537	176	380	2,708
Bolivia	-	-	-	-	349
Chile	-	324	987	1,983	583
Colombia	-	-	-	-	-
Costa Rica	-	-	7	146	-
Ecuador	-	-	-	125	102
Honduras	-	-	-	6	11
Jamaica	-	-	-	1	102
Mexico	-	-	416	1,804	3,670
Peru	-	-	-	-	15
Philippines	-	-	15	266	635
Uruguay	-	-	-	-	25
Venezuela	-	-	-	-	300
Poland	-	-	-	-	-
Other	-	-	-	-	-
Total	762	1,330	1,601	4,710	8,837
All Transactions ^c	2,000	4,000	7,000	12,000	16,000 ^d

- Not available.

a. January-June 1988.

b. Debt for equity and domestic debt swaps and debt repurchases, that is, transactions that convert external debt claims on the debtor country to another form.

c. Debt swaps, all transactions including interbank transactions, estimates.

d. Estimate for the whole year is \$30 billion.

Sources: IMF, Salomon Brothers, Merrill Lynch, Business Latin America, International Financing Review, and World Bank.

Further Adjustment and Reform in Debtor Countries. The debtor countries themselves must continue to assume primary responsibility for their own fate through further adjustment. As long as lack of adjustment, rigid markets, and financing constraints choke growth and investment in the debtor countries, there can be no grounds for optimism on an early resolution of the debt overhang through improved creditworthiness.

As discussed earlier, progress in the HICs on adjustment programs and economic policy reforms has been fitful and has varied considerably both among the countries and over time in each country. Several HICs have managed to generate trade surpluses and to reduce current account deficits, as exchange rates were corrected and maintained at realistic levels. Trade liberalization has also made impressive strides in several debtor countries, while privatization and deregulation are beginning to make some headway in the largest among them. In other cases, import compression still remains the principal channel to effect the necessary external adjustment. This has usually been at the expense of investment, as domestic savings were diverted to external debt service.

By contrast, fiscal deficit reductions, reform of monetary policies, and efforts to contain inflation within manageable limits have proven more difficult. In some countries, domestic financial markets need to be liberalized and opened to competition and market-based pricing and allocation mechanisms. In others incentives for private sector investment remain only partially in place.

In many HICs, however, budget deficits are inflated by the cost of servicing internal public debt that partly substituted for the decline of external lending after 1982. In their narrow capital markets real interest rates on domestic budget financing are extremely high. In the meantime, factor service payments have to be made to foreign creditors. In some cases, interest payments to foreign private and official creditors account for up to 25 percent of the total budget. Given the difficulties of raising additional revenues in periods of slow growth, fiscal adjustment--to reduce primary budget deficits (that is excluding interest expenditure)--has mainly taken the form of expenditure compression, with cuts of public sector investment and social programs and recourse to inflationary financing continues.

Adjustment is painful and can involve difficult choices. This is especially the case when low growth and continuing fiscal deficits eroded domestic savings, while the larger part of the remaining savings is absorbed by resource transfers to foreign creditors. Such choices are nevertheless necessary. In many countries further action is needed to correct fiscal imbalances through domestic tax reform. As already discussed in the *World Development Report 1988*, carefully structured tax

reform can also be a powerful tool to reduce poverty and prevent a further erosion of living standards.

Above all, adjustment must continue to focus on improving domestic factor productivity and growth performance. This includes, among others, the curtailment of costly and price-distorting subsidies, the adoption (or maintenance) of realistic and flexible exchange-rate policies, greater quality in public sector investments, transparency and accountability in the management of state owned enterprises, and steps to mitigate distortions created by monopolies. Finally, the debtor countries themselves must lessen the incidence of existing trade restrictions in their own markets.

The Importance of a Cooperative Framework. Considerable headway has already been made with voluntary debt reduction. But further efforts are needed to raise financial flows to HICs to the critical mass necessary to make a significant dent in negative resource transfers. This points to the importance of a more comprehensive, cooperative framework to come to grips with the debt crisis.

The prerequisites for the emergence of a cooperative framework are a stable financial environment, a more liberal trading environment, and improved coordination among creditors with diverging interests.

A stable financial environment. Periodic interest and exchange rate volatility in financial markets and the high real cost of external debt have been harmful to the highly indebted countries, and have contributed to their chronic debt servicing problems. Establishing a more stable and predictable financial environment is therefore essential.

As discussed in the *World Development Report 1988*, achieving international financial stability will depend to a large extent on maintaining recent progress in correcting payment imbalances among the largest industrial countries. In particular, lower US dependence on foreign savings would help preserve the relative stability of exchange rates and help to hold down interest rates. Notwithstanding the decline of nominal interest rates in most currencies since 1982, the real borrowing cost for developing countries--that is, nominal dollar LIBOR, deflated by the change in the price index for their exports--remained high until 1986. From 1980 to 1986, that real cost was consistently above 10 percent. The first significant drop took place in 1987, mainly as a result of stronger prices for most commodities. However, during the first nine months of 1988, real interest rates increased again.

In recent years a lot of risk-hedging techniques have become available that can lessen exposure to financial volatility. These include interest rate swaps and caps, as well as the use of financial futures as a hedging tool (Box 4). Several developing countries have already begun to

Box 4. Risk Hedging and Risk Transformation

Risk of loss or of opportunities foregone is inherent in all financial decisions. A hedge reduces risk. In its simplest form, a hedge offers protection against unforeseeable future events. For instance, if a foreign currency is to be received in the future—for example, as settlement of a sale of goods and services—that currency can be sold in the forward market before it is actually received. That will protect, or “cover,” the creditor against the risk of devaluation of that currency. However, as a tradeoff for that risk coverage, potential speculative gains are automatically foregone.

More complex hedges are designed to minimize downside risks without foregoing opportunities of future gain. This explains why a good hedge—there are no perfect hedges—has to share the financial characteristics of the asset it protects, have a predictable price pattern that is the reciprocal to that of the asset concerned, and involve a minimal cash investment.

The ability to hedge certain financial risks has considerable economic importance, particularly in highly inflationary or volatile environments. Developing countries can—and some do—use hedging techniques to reduce the cost volatility or exchange rate exposure on new and existing debt. In so doing, they can significantly improve their debt servicing capability.

Hedging exchange- and interest-rate risks mostly involves the use of financial options and futures. Futures are distinct from cash markets. In the latter, purchases and sales of securities or foreign currencies are settled in full at the time of exchange. In financial futures, contract sizes and settlement dates are standardized, and purchasers make only small margin deposits, depending on variations in the price of the contract over time. In other words, a small cash investment can be highly leveraged. Financial options are different from cash or futures markets. They involve a contract between two parties (the seller, or “writer,” and the buyer) that gives the right, but not the obligation, to either sell (put) or buy (call) a foreign currency or interest-rate instrument. The underlying financial instrument, however, is seldom delivered.

The theory of options and futures is extremely complex. Put simply, they can be used in their own right as speculative instruments and are traded as such. They can also serve as financial hedges for cash transactions. A cash purchase can be hedged by the sale of an option or future; a potential loss arising from a decline in the value of the underlying cash instrument will be partly compensated by the profit on the option or future—in that case covering the delivery at the (high) option or future price, by covering it with a purchase at the prevailing (lower) market price. The reverse is also true. For example, the disposal of a cash asset may be needed to generate liquid funds. If the value of that asset is expected to continue to appreciate after its sale, an option or future can be bought to capture that potential gain.

Risk transformation, which is also a form of hedging, is achieved through swaps. Swaps are transactions in which two parties exchange their respective interest payments on fixed- and floating-rate debt, or exchange their respective debt service obligations on debts denominated in different currencies. In other words, swaps enable debtors to change the currency of indebtedness (foreign-exchange swaps) or its interest profile—for example, from fixed to variable and vice versa (interest-rate swaps). In just a few years, swaps have grown into a multibillion market in which commercial banks have become the main intermediaries, but also guaranteed one of the parties to the swap agreement. Any swap involves a “performance risk”—that one of the parties to the agreement will not perform its obligations. Given the difficulties of arranging swaps between mutually acceptable counterparties, the intermediary banks often guarantee the performance of the lesser-rated party.

The World Bank has pioneered long-term currency swaps as part of its treasury operations and annual borrowing programs, and is a major factor in that growing market. The World Bank also provides technical advice on liability management and swap techniques to developing countries.

use these techniques, while others are giving them active consideration. The World Bank is stepping up its technical advice to countries (such as Chile, Thailand and Poland) on the most efficient use of these financial engineering techniques. But the potential of these techniques remains limited for the HICs in the near term, relative to the scale of the problems they face.

Establishing a more liberal trading environment. Although some progress has been made in reducing tariffs, there are still inherent biases against imports from developing countries. A striking example is provided by the clothing sector. Average tariff rates against HICs are 9.3 percent in the European Economic Community (EEC) and 22 percent in the United States, while the

corresponding rates on clothing imports from industrial countries are, respectively, 2.1 and 18.4 percent. Similar disparities exist on fruits and nuts, textiles, and leather products.

More worrisome still is the increased use of nontariff barriers (NTBs) by industrial countries. Like tariffs, hard-core NTBs tend to be strongest against imports from developing countries, particularly manufactures. World Bank staff estimate that protection by industrial countries is costing developing countries considerably more than the amount they receive annually as development assistance.

Given their weight in world trade, industrial countries have a particular responsibility to make real progress in improving—rather than constraining—market

Box 5. The Heavy Toll of Protectionism

Taking an average of all imports from HICs, hard-core nontariff barriers (NTBs) in the EEC now affect 18.1 percent of such imports, compared with 16.3 percent in 1981. In the United States, these NTBs have increased from 0.9 to 4.2 percent of imports from HICs since 1981, mostly as a result of the introduction of sugar quotas in 1982, and of NTBs on sheet metal and tubing. (By comparison, there has been no measurable increase in the incidence of NTBs in Japan since 1980.) There has also been a major increase in anti-dumping actions against the HICs.

A recent study by World Bank staff shows that full liberalization of the import regimes of the EEC, Japan, and the United States would permit imports from the HICs in those markets to increase by \$6.5 billion, an expansion of 9.1 percent. Although these potential gains are moderate, they would particularly benefit those HICs with diversified export structures and a large manufactures component of exports. Above-average gains would also be recorded by countries that are large exporters of highly protected food products, such as sugar and meat. At the opposite end of the spectrum, the smallest gains would accrue to oil and mineral exporters, and to exporters of tropical products such as coffee and cocoa.

access in ways that would benefit developing countries, particularly the poorer among them. Much hope therefore rests in the ongoing Uruguay Round of trade negotiations to create a more dynamic and equitable trading environment.

Improving the coordination among creditors. The effectiveness of the menu can be enhanced by efforts to improve coordination among banks. The main priority here is to prevent a further erosion of the consensus among creditors whose interests often diverge when faced with debt reschedulings.

International institutions and central banks have already played a significant role in this respect and have prevented outward resource transfers by HICs from reaching even more unmanageable levels. The IMF, the World Bank, and central banks have exerted moral suasion to increase concerted lending. The IMF has paved the way for most reschedulings through its support to adjustment programs and its monitoring of those programs. The World Bank has stepped up policy advice and assistance on the design of adjustment programs and has increased the share of fast-disbursing structural and sectoral adjustment loans in its lending programs (Box 6).

Differences in national regulatory, taxation, and accounting regimes have had a considerable influence on

the banks' behavior. They largely account for divergences in lending patterns among banks of different country groups and for the attractiveness or lack thereof of potential menu instruments to particular groups of banks. Bank regulators and tax authorities should continue to make efforts at liberalizing and standardizing tax and accounting rules, more uniform treatment of loan-loss reserves, and regulatory regimes in order to promote the banks' collective interest and avoid a further reduction in the number of active creditors. Moreover, by eliminating or reducing obstacles to VDR, regulatory convergence could strengthen the commercial banks' mutuality of interest in VDR schemes (Box 7).

External Financing in Support of Adjustment. Policy reforms are central to the effort to restore growth and creditworthiness, but they cannot succeed if sufficient financing is not available. Political willingness and commitment to carry out these reforms depend on the availability of sufficient external resources to minimize the short-term transitional costs of adjustment. In some cases, uncertainty about the availability of these resources contributed to lack of sustained commitments by governments to adjustment.

To get out of the low-growth, high-debt impasse, the HICs that are making serious and sustained efforts on domestic adjustment need an external financial environment that supports the expansion of domestic investment, not one that hinders it. In recent years most banks have been able to strengthen their balance sheets through lower risk exposures and injections of base capital. They could now take advantage of their improved financial position to explore how best and how soon they can move forward in enabling the well-performing countries to return to growth and the credit markets through a combination of expanded debt reduction and concerted new lending.

The goal of such measures would be to reduce the stock of these countries' debt to a level that they are able to achieve reasonably manageable debt service ratios. Once they have an adequate capacity to service the existing debt, the incremental new flows from the commercial banks could be channelled for trade and project financing aimed at accelerating the rate of productive investment. These new commercial flows could be made more attractive, from the creditors' viewpoint, either through cofinancing with the multilateral institutions, selective official guarantees, or other instruments of credit enhancement.

There is a clear mutuality of interests between debtors and creditors on this point. The accelerated growth of investment and exports, together with the reduced cost of external debt, will ensure relatively higher growth of production in the future. It therefore follows that a relaxation of external financial constraints,

Box 6. World Bank Support for the HICs

The World Bank's support for the HICs is premised upon the belief that economic growth (and especially growth in per capita income) must be revived. The Bank recognizes that the restoration of sustained economic growth in these countries will not come easily. It will require continued policy reforms in debtor countries, adequate supplies of external finance on realistic terms, and a supportive external environment. If any one of these elements is lacking, the return to economic growth will be delayed.

The centerpiece of the World Bank's effort to support the HICs' return to sustainable growth is its role as an advisor on policy reform and as a lender in support of specific projects and policy reforms aimed at structural adjustment. As a policy advisor, the World Bank helps countries to identify and implement needed structural reforms. As a lender, it supports needed reforms through financing projects and in the form of quick-disbursing loans designed to ease the social costs of structural adjustment. In particular, it has stepped up its efforts to include measures in structural adjustment programs that alleviate the impact of adjustment on the poorest groups, when it becomes evident that these groups are suffering unnecessarily from some specific policies. In some cases, the Bank supports social expenditures that specifically benefit the poor. For example, in Chile the Bank supported government efforts to redirect government expenditures—particularly for maternal-child nutrition programs—and in Argentina the Bank is helping to improve social service delivery and targeting through the Social Sector Management Technical Assistance Project.

While policy reforms are central to the effort to restore growth, they cannot succeed if sufficient external financing is not available. The Bank's resources alone are insufficient to provide and sustain the levels of financing required. Increased financing from other sources, including commercial ones, must, therefore, be forthcoming for growth to be revived. The Bank helps to mobilize financial resources from commercial sources primarily by improving the economic performance and creditworthiness of debtor countries. A recent study of the Bank's structural adjustment lending program found that those countries that had received extensive support from the Bank consistently performed better in the face of external economic shocks than those that not. The World Bank's lending to the highly indebted middle-income countries signals to commercial creditors commitment to the longer-term prospects of these countries.

The World Bank's traditional role is as a lender and policy advisor. This is its most important contribution to restoring voluntary access of the highly indebted countries

to international capital markets. However, the Bank acknowledges that such access has become increasingly difficult to obtain and that, in some cases, "nontraditional" responses from the Bank may be required. It has responded on a case-by-case basis to market-based developments in negotiations between debtor countries and their commercial creditors. In 1987, for example, the Bank supported Mexico's market-based debt reduction scheme by agreeing to the establishment of a collateral trust by the debtor. A more recent example of such involvement is the refinancing package concluded between Brazil and its commercial creditors in 1988. This package, which restructured \$62 billion of Brazil's debt outstanding to commercial creditors, established links between the package and the Bank's lending program. These links included tying disbursements in the new money package to Bank disbursements, as well as, cross-default provisions tied to the country's performance on its loans from the Bank.

Changing and increasingly divergent strategies within the commercial banking industry are opening up increasing possibilities for debt conversions and other forms of market-based debt reduction. While commercial lenders must recognize the limitations of the World Bank's own resources, the Bank will seek to foster these market developments as a means of meeting the financing requirements of its borrowers. The Bank and its affiliate, the International Finance Corporation, have, for example, supported debt conversion by their assistance to policy reforms aimed at privatizing public enterprises. Also, consistent with its charter and policies, the Bank will continue to consider the selective use of credit enhancement to catalyze financing flows from commercial banks where it is necessary to close a transaction and where the added exposure that such enhancement entails is acceptable in light of the Bank's country exposure guidelines.

Apart from the efforts by the Bank and the financial community, restoring economic growth also requires sound economic policies by creditor countries and the steady growth of export markets for goods and services produced in the debtor countries. For creditworthiness to be restored export revenues must generally grow in line with the rate of interest. This growth in export revenue will require creditor nations to grow at moderate rates, to control real interest rates, and to resist temptations toward protectionism.

The challenge of restoring economic growth in debtor nations is one that will require the sustained commitment of all parties involved: debtor nations, creditor governments, commercial banks, and multilateral agencies.

especially one that combines debt reduction with new lending, could help adjusting countries to expand domestic absorption, pursue reform actively and restore basic conditions for resumed growth. In due course, this would strengthen their creditworthiness, improve secondary market prices for their debt and pave the way for a gradual resumption of voluntary lending.

The next phase of debt workout process is likely to evolve around an expanded menu of financing options by the commercial banks and stepped up lending by international financial institutions and industrial country governments.

Expanding the range of menu options. The debtor countries could benefit considerably from enhanced efforts to maximize the benefits of the existing market-based debt workouts and to broaden the range of available options. The scope for action is still significant.

- VDR can improve the quality of the banks' remaining loan assets and lessen their risk exposures. Its use could be expanded, as many debtors have yet to take advantage of this formula. A possible way to broaden VDR would be to permit partial loan writeoffs in line with market discounts and to pass through some of the market discounts to debtors. An alternative would be to provide partial interest rate relief. If applied selectively and linked to the debtors' progress in implementing necessary reforms, either technique could establish an equitable framework for burden sharing between debtors and creditors that would raise the true value of the creditors' claims. But obstacles remain. For example, the introduction of partial writeoffs is hindered by the lack of clarity of accounting rules. In some cases selective writeoffs are prevented by the fact that all loans to a given debtor would have to be marked down by the same amount, thus creating potentially excessive accounting losses for the banks. In other cases, the writeoffs may substantially erode the existing capital base of some banks in an environment where adequacy of capital ratios has become a major concern for regulators. The divergent market strategies of commercial banks also pose additional obstacles to VDR.

- Additional menu options could also be created, for example, by enabling commercial banks to capitalize--rather than refinance--interest payments. Here too national regulatory and tax environment will play an important role. For instance, under US bank regulations interest capitalization is tantamount to nonpayment, so that the loans involved would have to be declared nonperforming. This effectively rules out the use of this technique, which is favored by banks in other countries and by the debtors, notably because it eliminates "free riding."⁵

- Yet another possibility would be to establish a generally accepted mechanism to accord seniority to new loans and transformed securities. *De facto* seniority already exists when loan assets are securitized--as with exit bonds, or in the case of Mexico's collateral, in the form of US treasury zero-coupon for its "2008" bonds (see above). Another form of seniority is to collateralize new loans or when specific loans are guaranteed or insured by third parties that enjoy preferred status. With broader use of seniority, new loans would not have to share the market's discount on existing claims. This, in turn, could help raise the volume of new lending, for example, through more favorable tax treatment. In some countries, such as France, conversion to securities does not, however, invoke favorable tax treatment.

Stepped up lending by industrial countries and multilateral agencies. Additional official lending can supplement progress on the regulatory front and increase net financial flows to HICs. The World Bank has now become the principal net lender to HICs. In 1987 it was practically the only identifiable source of net new funds to those countries, with net disbursements of \$2.3 billion. The Bank's lending will increase further in 1988-89, and over the next five years is expected to substantially exceed the \$23 billion in gross lending of 1983-87.

The World Bank has also expanded its catalytic role to mobilize additional resources from other official and commercial sources, to ensure adequate financing for sound reforms in HICs (see Box 6). One example is the provision of partial guarantees to commercial banks, when its intervention is seen as essential to close a transaction and when the Bank's added exposure is compatible with its overall assistance strategy in individual countries. So far, this has involved close to \$1 billion in guarantee commitments, covering four operations in three Latin American countries. The newly established Multilateral Investment Guarantee Agency (MIGA) may further increase the scope of guarantee schemes by the World Bank group, in particular for direct foreign investment.

The IMF has also taken several recent initiatives to step up resource flows to developing countries with a strong commitment to adjustment.

- In August 1988, the Fund established the Compen-

5. Free riding occurs when a bank declines to contribute to a new money package while receiving interest on its original loans. It thus free rides on other banks, whose contributions to the new money package enable the debtor to service its debt. Free riding is generally undertaken by smaller, less-exposed commercial banks. Exit bonds are among the menu options that are designed to address the problem of free riding.

Box 7. The Effect of National Differences in the Treatment of Loan Loss Reserves

Commercial bank strategies in the management of developing-country loans are heavily influenced by practice with regard to the establishment of loan loss reserves and by the regulatory, tax, and accounting policies that apply to these reserves. There are several important dimensions to loan loss reserve policies. These include the level of loan loss provisions, the tax deductibility of provisions, the ability to include provisions in base capital, and the accounting conventions by which loan loss provisions are established. Changing trends in the global capital market have also influenced their business strategies.

Level of Provisioning. The level of provisioning is influenced by many factors, including regulatory requirements, tax deductibility, and the competitive positioning of banks vis-a-vis one another and the major debtors. In four of the major creditor countries (Canada, Japan, Switzerland, and the United Kingdom) provisioning is mandatory. In Germany and France provisioning is judged by regulators by comparing a bank's provisions with the industry standard. In the United States provisioning is mandatory only in the case of claims which have been determined to be "value-impaired" by the Interagency Exposure and Review Committee (ICERC). Currently eight countries (Bolivia, Costa Rica, Liberia, Nicaragua, Peru, Poland, Sudan and Zaire) fall into this category. The estimated levels of provisioning against developing-country assets by major creditor countries are:

<u>Country</u>	<u>Percentage</u>
Canada	35
France	45
Germany, Fed. Rep. of	50
Japan	10
Switzerland	50
United Kingdom	35
United States	30

Tax Deductibility of Provisions. The ability to deduct loan loss reserves from pretax income reduces the cost to banks of providing against their developing-country assets. Provisions created against those loans are considered largely tax deductible by tax authorities in the major industrial countries except for Japan and the United States. In Japan, loan loss reserves are deductible in an amount equal to only 1 percent of exposure to a basket of countries. In the United States, only the reserves mandated by the ICERC are tax deductible.

The tax authorities in some countries have still not had time to make their position toward loan loss reserves clear, and broad differences remain among other industrial countries. For instance, in the United Kingdom the tax authorities have indicated that the matrix system used by regulators to determine the appropriate level of reserves will form the basis for tax policy. However, it is still unclear whether full deductibility will be allowed. In France, the Ministry of Finance, which oversees the tax

authorities, has recommended that the tax deductibility should be allowed on sovereign debt which do not exceed the average level of provisioning of French banks. In Germany, full deductibility has so far been allowed. A recent court decision upheld the right of a German commercial bank to deduct the full amount of its loan loss provision against developing-country assets from taxable income. However, the tax deductibility of reserves is useful to commercial banks only in so far as they generate sufficient income to make use of the tax deductions.

Inclusion of Loan Loss Reserves in Regulatory Capital. Currently France, Japan, and the United States allow loan loss provisions created against developing-country assets to be included in regulatory capital. In Japan, loan loss provisions are included in regulatory capital except for the small portion of loan loss reserves that is tax deductible. However, this fact is of relatively less significance for Japanese banks due to the low level of provisions (10 percent maximum) they have established against their developing-country assets. In the United States all loan loss provisions are included in regulatory capital, except for specific reserves that are mandated by the ICERC. These reserves, called "allocated transfer risk reserves" (ATRR), are mandated by the ICERC when an asset is deemed value-impaired. An asset is considered "valued-impaired" when one or more of the following is true: interest payments are six months overdue, there are no immediate prospects for compliance with IMF programs, the country has not met rescheduling terms for over one year, or an orderly restoration of debt service in the near future is unlikely. In France, loan loss reserves are considered part of regulatory capital. In the other major creditor countries (Canada, Germany, Switzerland, the United Kingdom) loan loss reserves created against developing-country assets, whether general or specific, are not considered part of regulatory capital.

Effect of Basle Guidelines on the Inclusion of Provisions in Capital. Many of the national differences in the treatment of loan loss reserves with respect their inclusion in regulatory capital may be eliminated as the new international guidelines established by the Basle Committee on Banking Regulations and Supervisory Practices are implemented. According to the Basle guidelines, loan loss reserves will only be included in supplementary or "Tier 2" capital. The guidelines limit core or "Tier 1" capital to common stock and disclosed reserves. Supplementary or "Tier 2" capital may contain undisclosed reserves, asset revaluation reserves, hybrid capital instruments, and limited amounts of loan loss reserves and subordinated debt. Total capital must equal 8 percent of risk weighted assets by 1992, and Tier 1 capital must be equal to 4 percent of assets. For loan loss reserves, the Basle guidelines require that all specific provisions be excluded from regulatory capital. The guidelines define "specific" provisions as provisions that "have been created against identified losses or in respect of a demonstrable deterioration in the value of

Box 7. Continued

particular assets." They are not freely available to meet unidentified losses that may subsequently arise elsewhere in the portfolio and, therefore, do not possess an essential characteristic of capital. "General" provisions are those that are freely available to meet unexpected losses. In practice, however, it is very difficult to distinguish between provisions which are freely available and those provisions which are not. The committee left for future discussion the problem of clarifying the distinction between these two types of provisions. If at the end of 1990 an agreement has not been reached on a refined definition of unencumbered resources eligible for inclusion in supplementary capital, then loan loss reserves will be limited to no more than 1.25 percent of a bank's total risk-weighted assets or exceptionally and temporarily up to 2 percentage points of risk-weighted assets.

How Commercial Banks Are Affected by the Basle Guidelines. While the new international capital guidelines provide a basis for the consistent treatment of loan loss reserves for purposes of capital measurement, the differences in capital shortfall and regulatory support that banks currently face mean that the transition period to the treatment described in the Basle agreement will be much more difficult for some banks than it is for others. For instance, the exclusion of loan loss reserves from capital has a particularly large impact on US and French banks. In the case of some US money center banks, general loan loss reserves make up as much as 40 percent of total capital. The exclusion of these reserves from capital puts pressure on these banks to raise new capital. Furthermore, this need to raise capital comes at a time when depressed share prices make this process exceedingly difficult.

Differences in Strategy These differences in level, tax deductibility, and gearability of loan loss reserves contribute to differences in bank strategies in the management of developing-country loans. For example, a bank that has

established a high level of reserves that are not considered part of capital has effectively lowered its cost of not participating in new money packages. Being well reserved, that bank can write down loans when arrears build up without impacting regulatory capital. A less well reserved bank or a bank with reserves that are considered part of its capital may consider the possible costs of participating in a new money package to be less than the costs of having to write down loans and reduce regulatory capital. As a result, the less well-reserved banks may participate, while those with large reserves may try to free ride. As claims on non-OECD governments will carry the highest weight—100 percent of face value—lending to developing countries is likely to be a nonpriority area.

As the Basle Committee guidelines come into effect, some of the differences between banks that result from regulatory distortions may disappear. To the extent that greater coordination between tax and accounting policies is achieved, differences in bank strategies that result from these factors will be eliminated. Until that coordination is achieved, differences in bank strategy that are driven by regulatory, accounting, and tax treatment of loans loss provision will remain.

Changing Trends in the Global Capital Market. Finally, changing trends in the increasingly liberalized "global" capital market—notably opportunities to diversify business activities into other segments of that market—and the EEC's proposed introduction of a single European market in 1992 have also influenced the banks' lending behavior and may continue to do so for the foreseeable future. As competition between commercial banks and between them and nonbank financial intermediaries becomes more intense, pressures mount to develop more profitable activities, such as securities' trading and currency management, that generate high-margin, noninterest income.

satory and Contingent Financing Facility (CCFF) to help member countries maintain the momentum in policy correction in the face of adverse external shocks.

- The Structural Adjustment Facility (SAF), which was adopted in 1986, was supplemented by an "enhanced" facility—the ESAF—in December 1987. Both facilities provide resources to low-income countries at concessional terms on the basis of their adjustment efforts and the size of their balance-of-payments needs.
- The Extended Fund Facility which is one of the mechanisms through which the Fund provides resources to developing countries with comprehensive adjust-

ment programs was strengthened in 1988 to make more Fund resources available, where appropriate.

Finally, there are encouraging signs from bilateral official creditors. Two major Japanese initiatives stand out in this respect.

- In 1987, the Japanese government pledged to recycle up to \$30 billion equivalent of its external surplus, in favor of developing countries, in two tranches of \$10 billion and \$20 billion respectively. It includes, among others, additional funding for the World Bank in the Japanese market, the creation of a Japan Special fund in the ADB and IADB, expanded cofinancing with the multilateral banks by various Japanese public agencies, and expanded direct

lending to developing countries through the untied-loan scheme of Japan's Export-Import Bank.

- At the Toronto Summit of 1988, Japan presented the Miyazawa Plan, which combines menu options with interest-rate relief. Under that plan, debtors would be able to securitize a part of their debt, with a collateral lien on their exchange reserves and on the proceeds of the disposal of state-owned assets. The remaining, unsecuritized debt would be rescheduled, with grace periods of up to five years, during which interest payments would be lowered, suspended, or forgiven. For their part, multilateral and bilateral official creditors—including Japan—would be expected to increase their lending to countries that had taken the first two steps.

More general schemes to deal with the debt overhang.

Since 1983, more than 70 different proposals have sought to deal with the debt overhang by going beyond established market-based mechanisms. Some of these proposals were summarized in last year's *World Debt Tables*. They generally fall into two major categories, depending on whether they aim to stimulate new lending or to provide debt relief through partial forgiveness of interest or principal.

The main operational advantage of a properly structured debt plan is that it can provide debt relief by offering a solution to free riding by smaller creditors. For example, some proposals suggest a mixture of regulatory incentives and deterrents to free riders—the so-called “carrots and sticks” approach. Incentives can include more favorable risk weighting of the remaining loans—after debt reduction—to the same debtors, on the presumption that lower debt stocks will increase the countries' ability to service them, and thus improve the quality of those loans. An alternative would be to enable banks to spread the amortization of writeoffs over time, to reduce the immediate impact on their capital and maximize tax benefits. The “stick” can be an obligation for banks that do not participate in formal debt reduction to mark down loan assets, to the level of discounts agreed by the participating creditors.

By contrast, free riding is more difficult to avoid in market-based initiatives, given that loan agreements protect banks against coercion. However, in September 1988, a provisional agreement to reschedule debt for Cote d'Ivoire attempted to deal with this problem. The agreement, would ensure that free riders do not receive interest payments from new resources made available by the participating banks. This agreement is still inoperative (Appendix III).

Most of these broader debt plans, especially those that seek to provide a single, all-embracing solution to the debt problem are still controversial. The exact

mechanism and the manner in which negative resource transfers by HICs can be reduced through these schemes and access to voluntary new lending established, to enable the resumption of growth, meet adjustment needs, and at the same time affect present relative indebtedness are yet unclear. Despite their shared debt problems, the HICs are not a homogeneous group. For one, their near-term prospects and vulnerability to changes in the external environment differ widely among them. For example, a drop in oil prices harms major oil exporters such as Nigeria or Mexico, but helps oil-importing countries like Brazil, Chile, and the Philippines.

This suggests that “across-the-board” proposals to step up lending or reduce debt stocks without regard to the countries' individual circumstance, could raise some problems which need to be resolved.

- Increased lending may prove self-defeating in countries whose commitment to domestic reform is poor and where additional lending may not raise output growth sufficiently fast to prevent the recurrence of debt service problems.
- There may be no a priori grounds to institute debt relief mechanisms, beyond VDR and reschedulings, in favor of countries with “mild” debt overhangs and sound growth potential. Proposals involving debt forgiveness are also open to the risk of moral hazard by the debtors.⁶ Although it is possible to lessen that risk with strict eligibility criteria, broad conditionality, and surveillance.

The implementation of general debt plans also faces several other obstacles.

- Excessive globalization in dealing with the debt overhang is likely to fail for lack of consensus among protagonists with diverging interests. This justifies strict adherence to the principle of selective, case-by-case action.
- If commercial banks had to sell a substantial portion of their claims on developing countries, they would probably have to incur large losses. These losses could exceed their existing provisions—and, in some cases, impair capital ratios. In such cases, writeoffs associated with global debt relief would be far in excess of those that have so far been associated with VDR. Conversely, if debt relief were provided by a new publicly funded international debt agency that repurchases loans to developing countries from commercial creditors—at discounts that reflect those in the secondary loan market—a large number of banks would be able to transfer risk assets to that single public sector agency. That socialization of risks

6. Moral Hazard refers to the risk that debtor countries might create situations—such as the threat to interrupt debt service—that are designed to promote debt forgiveness by their creditors.

would run counter to market practice and may not be justifiable.

- Last, but not least, the creation of a new international debt agency could involve substantial costs for the governments in industrial countries that fund the agency and underwrite its commitments. The initial capitalization would require large injections of public funds. Moreover, the agency would still carry the risk of future losses on loans it had acquired from commercial creditors. Commitment to cover those losses would require more public funds, although on a contingent basis.

Conclusions

At the present juncture when fiscal austerity takes precedence in many industrial countries, it may not be realistic to expect public financing support for broad debt plans. The more viable path therefore remains to supplement concerted bank lending by maximizing the use of available menu options, and by expanding the range of options, as vehicles for market-based VDR.

That combination of concerted lending and debt reduction is essential to create a broad cooperative framework in dealing with the debt overhang. The key players in such a framework all have well-defined roles.

- Taking advantage of their improved balance sheets and strong loss provisions, the *commercial banks* should find ways increasingly to share market discounts with debtor countries that have shown strong resolve to pursue adjustment. For well performing countries their return to the market should be facilitated.
- *Bank regulators and fiscal authorities* in the leading industrial countries should continue to contribute to the efficient use of market-based VDR through regulatory and tax measures. More uniform accounting standards on the treatment of loss provisions and on the fiscal treatment of actual losses will further enhance the banks' incentives to participate in VDR.
- The *governments of industrial countries* should take steps to reduce the biases of their trade regimes against imports from developing countries.
- The *debtors* should demonstrate a continuing commitment to domestic reform, in order to avail themselves of debt-reduction opportunities. This would ensure that a more favorable financial

environment can translate into higher investment levels and noninflationary growth.

- Finally, bilateral *official creditors and multilateral agencies* can step up their assistance in the design, financing, and surveillance of adjustment programs in addition to helping in financing these programs in a burden sharing framework. Where appropriate and useful, these creditors should provide selective credit enhancement, for example, by means of guarantees, or adopt other measures to catalyze lending from commercial sources.

As stated recently by a prominent US banker with extensive experience of debt negotiations with the HICs:

"...significant debt reduction (in Brazil's financing package of September 1988)... demonstrates that new money and debt reduction need not be mutually exclusive. Not, that is, when the two are combined in a way that meets the needs of a country and its creditor banks, and advances the country toward a return to the voluntary markets."⁷

It would be most unfortunate, however, if the reduction in the size of the debt stock results in a lessening of the debtor countries' commitment to implement economic policy changes or to an illusion that the burden of economic adjustment has been reduced. On the contrary, the *raison d'être* of providing debt reduction is to strengthen the adjustment process to channel the resources freed up from servicing debt into productive investment. This would help the debtor countries raise real rates of economic growth, enhance the capacity to service the remaining debt stock, and eventually restore creditworthiness.

For the debtor countries, their creditors, and the world economy, the potential benefits of adopting such an approach are considerable. Increased domestic absorption in the HICs could lead to higher growth, help alleviate poverty, and stimulate demand for imports from industrial countries. A gradual reduction of the HICs' debt overhang would also make the international financial system more stable as these countries become better able to service current and future debts.

The alternative to this orderly approach may be the erosion of political support for national governments and prudent economic policies and the radicalization of attitudes toward servicing debt among the highly indebted countries.

7. William Rhodes, "An insider's Reflection on the Brazilian debt Package", Wall Street Journal October 14, 1988.

Appendix I. The Emerging Consensus on Low-Income Africa's Debt

Progress toward a Solution. Low-income Africa's creditors and donors have recognized the difficult and prolonged nature of the debt problems these countries face and have taken extraordinary steps to ease the external constraint. The IMF's Extended Structural Adjustment Facility and the World Bank's Special Program of Assistance (SPA) for low-income debt-distressed countries in Africa, negotiated last year, are now in place and are operational. More recently, official bilateral creditors have agreed to offer more concessional rescheduling terms to low-income debt-distressed countries.

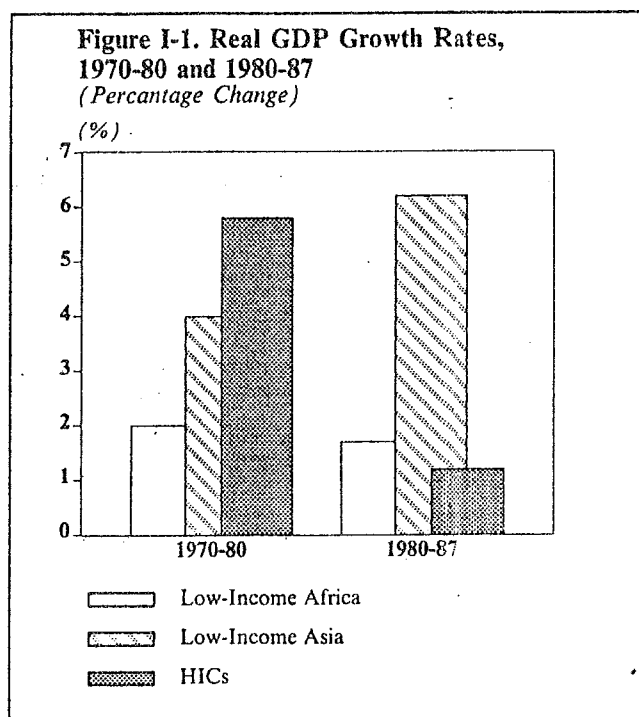
In December 1987, the World Bank, along with other donors, launched the three-year (1988-90) SPA. To be eligible, a debt-distressed country must have in place an economic reform program, laid out in a World Bank-IMF Policy Framework paper, endorsed by the donors. The program began with seventeen countries (Table I-1). Kenya and Mali were later added to the program. Others may follow.

The SPA includes four main elements: additional disbursements from IDA, concessional adjustment cofinancing from bilateral donors and other multilateral agencies, concessional rescheduling, and concessional financing of interest due on World Bank loans (Box I-1). The major advance in 1988 concerned the treatment of debt service. The Fund also established new arrangements, its Enhanced Structural Adjustment Facility (ESAF), to provide financial resources at concessional rates to low-income countries adopting macroeconomic and structural adjustment programs.

Although the progress has been praiseworthy, now is not the time for complacency. Many problems remain. Some of the most seriously debt-distressed countries remain outside of the SPA because of arrears difficulties and inadequate adjustment programs. The special development assistance provided to IDA-only Africa runs through 1990. The adjustment period is likely to extend well beyond that date. The debtor countries must be aware of the need for a sustained commitment to adjustment, and their creditors and donors must be prepared to provide long-term support to that adjustment effort.

Why Africa's Problems Are Unique. The economies of the IDA-only countries of Sub-Saharan Africa are qualitatively different from those of the middle-income countries and of low-income countries in other regions.¹ The IDA-only countries of Africa, on average, depend

more on non-oil primary commodities as a source of foreign exchange earnings and more on external resources in consumption and investment. African countries suffer disproportionately from a lack of infrastructure and from inadequate health and educational facilities. Poor economic policies, often accompanied or followed by negative external shocks, caused economic stagnation in low-income Africa in the 1970s, a period in which most other low-income regions and most of the highly indebted middle-income countries experienced more rapid growth. Low-income Africa's slow growth has continued into the 1980s (see Figure I-1).



Despite these serious structural problems, many IDA-only African countries were able to borrow relatively large amounts at nonconcessional terms in the 1970s and early 1980s. Usually, the period of nonconcessional borrowing was short, two or three years at most. The period of creditworthiness was often connected with an optimistic appraisal of the country's primary commodity export earning potential. Nonconcessional export credits, directly from or guaranteed by official export credit agencies, represented the bulk of the borrowing in many countries. In others, surplus OPEC countries were the major creditors. Since then, much of the nonconcessional debt accumulation has represented the refinancing (often by a different set of creditors) or rescheduling of the interest due on these original loans.

1. IDA-only countries are those whose access to World Bank funds is currently limited to the World Bank's soft loan facility, the International Development Association (IDA).

The size and composition of IDA-only Africa's external debt reflect these miscalculations regarding the region's short-term growth and export potential. The 34 IDA-only African countries owe over \$70 billion to external creditors. About 80 percent of their total debt, including private nonguaranteed debt, represents claims of official creditors (87 percent of public long-term debt). Their debt represents over 100 percent of annual GNP and over 500 percent of exports. Only 57 percent of their public debt is concessional, compared with 63 percent in low-income Asia. Scheduled debt service represents

about 50 percent of exports, roughly the same as in the highly indebted middle-income countries (see Table I-1 for related data).

Because IDA-only African countries suffer from structural rigidities and have less scope for expanding the volume of exports or for substituting domestic production for imports, the burden imposed by debt service is greater there. Most middle-income highly indebted countries are running trade surpluses and are meeting a large share of interest payments due. The bulk of the discussion surrounding the debt problems of the

Table I-1. External Debt Situation of IDA-Only African Countries
(US\$ millions unless otherwise shown)

Country	Per Capita GNP in 1987 (US\$)	Per Capita Debt at (US\$)	Public Long-Term Debt at End-1987		Debt Service on Long-Term		1988 Debt Service c/ 1987 Exports (percent)	Use of IMF Credit at End 1987	Number of Multilateral Debt Re- scheduling 1975-88 d
			Total (US\$)	Official Creditors (percent)	1987 (actual)	1988 (scheduled)			
Benin	310	263	929	57.5	34	110	52.1	0	0
Burkina Faso	200	104	794	95.2	31	57	n.a.	0	0
Burundi a	250	151	718	97.4	42	46	41.8	0	0
Cape Verde	500	437	121	97.5	7	10	n.a.	0	0
Central African Republic a	330	217	520	95.2	22	41	22.3	37	3
Chad	150	60	270	84.1	6	10	6.1	10	0
Comoros	370	507	188	99.9	1	10	33.3	0	0
Djibouti	n.a.	453	152	98.0	13	13	n.a.	0	0
Equatorial Guinea	n.a.	483	175	94.9	9	18	45.4	8	0
Ethiopia	120	58	2,434	83.3	180	274	n.a.	63	0
Gambia, The a	220	399	273	93.8	15	19	16.7	23	2
Ghana a	390	230	2,207	87.7	183	258	n.a.	778	0
Guinea a	320	274	1,616	93.9	111	191	n.a.	30	2
Guinea-Bissau a	160	471	391	79.0	9	22	91.6	2	1
Kenya a	330	269	4,482	82.6	588	640	36.8	381	0
Lesotho	370	151	237	92.8	15	21	6.1	0	0
Liberia	450	703	1,152	82.9	11	135	n.a.	291	5
Madagascar a	200	281	3,113	91.2	147	397	95.7	144	7
Malawi a	180	179	1,155	95.8	71	102	33.5	110	5
Mali a	210	258	1,847	96.7	32	71	21.8	75	0
Mauritania a	440	1,071	1,868	93.2	86	193	40.8	47	3
Mozambique a	150	85	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0	3
Niger a	260	247	1,259	81.7	151	183	57.0	91	7
Rwanda	300	90	544	97.9	20	25	14.1	0	0
Sao Tome and Principe a	290	870	84	99.3	4	9	98.9	0	0
Senegal a	510	528	3,068	91.6	285	341	26.4	267	8
Sierra Leone	310	173	513	83.0	5	56	n.a.	83	5
Somalia	290	450	2,321	92.8	9	110	n.a.	154	2
Sudan	330	480	7,876	78.7	48	1,013	142.3	859	9
Tanzania a	220	181	4,068	89.4	83	383	85.3	65	1
Togo a	290	371	1,042	92.1	63	143	31.6	78	8
Uganda a	260	89	1,116	94.9	70	139	37.5	229	3
Zaire a	150	264	7,334	84.7	247	798	41.3	833	15
Zambia	250	889	4,354	86.0	129	563	59.0	957	4
Totals			58,223	86.9	2,726	6,399	n.a.	5,615	94

n.a. Not available.

a. Countries currently eligible for the World Bank's Special Program of Assistance.

b. Not including arrears, Fund repurchases and charges, or interest on short-term debt.

c. Scheduled debt service on long-term debt.

d. Through September 1988.

HICs relates to the appropriate size of this surplus, rather than to its existence. Analysis by the World Bank and IMF indicates that trade surpluses are out of the question for most IDA-only African countries if they are to achieve adjustment and growth.

While not all IDA-only African countries suffer from debt distress, many do. The size of the debt burden is evident in the wide incidence of debt service arrears and reschedulings. Since 1976, these countries have completed 94 rescheduling agreements with official and private creditors. Although IDA-only African countries account for only 6 percent of the total external debt of developing countries, they account for over 25 percent of all reschedulings during the past 12 years. After repeated reschedulings, many of the most seriously debt distressed countries continue to accumulate arrears. Actual debt service payments represented only 19 percent of exports of IDA-only African countries in 1987 and about 17 percent of exports over the past five years. This wide discrepancy between scheduled and actual debt service has occurred in spite of import levels that have remained below their 1981 value, while GDP growth was stagnant. Projected ex ante debt service ratios for most IDA-only

African countries remain far above the ex post ratios they have managed to sustain in the past.

The restoration of growth in IDA-only Africa is a long-term proposition. Debt represents only one of the obstacles, but a serious one in the debt-distressed countries. The debt constraint can be eased in two ways: increased concessional balance-of-payments support and concessional debt relief. Africa's official creditors and donors are moving on both.

ODA Forgiveness. Many donor governments have accepted the principle of conversion of bilateral ODA loans to grants for selected low-income countries. Between 1975 and 1987, bilateral donors unilaterally converted \$1.9 billion of outstanding concessional loans to African countries to grants, representing about 6 percent of concessional debt outstanding. While the action is important in terms of the principle it establishes, these conversions have only a small effect on debt service because a large share of these payments would have been rescheduled (at concessional terms) in any case.

Until recently, official creditors have been generous

Box I-1. The Special Program of Assistance for IDA-Only Debt-Distressed Countries in Africa

The Special Program of Assistance (SPA), put in place by donors at the end of 1987, now consists of four elements.

Additional Disbursements from IDA. IDA resources have become heavily focused on the debt distressed IDA-only countries of Africa. About half of the \$12.4 billion available under the Eighth Replenishment of IDA will go to Sub-Saharan Africa. Some two-thirds of this amount, more than half of which is quick disbursing, will go to the debt-distressed countries. The SPA should enable IDA to increase its disbursements to the low-income debt-distressed countries by 50 percent, compared with the previous three years.

Concessional Adjustment Cofinancing from Bilateral Donors and Other Multilateral Agencies. Donors have been generous in contributing to the cofinancing component of the SPA. Eighteen donors and agencies have pledged \$6.4 billion in highly concessional, quick-disbursing aid to cofinance IDA operations in support of adjustment programs through 1990. About half that amount is estimated to represent additional resources to the recipient countries over the three years of the SPA. By the end of June 1988, donors had indicated commitments of \$3 billion, implying disbursements of about \$2.4 billion during 1988-90. Donors meet two times each year to review progress and to coordinate future activities.

Concessional Rescheduling. The SPA also calls for increased conversion of official development assistance (ODA) loans to grants and for concessional rescheduling of official nonconcessional loans. Concessional reschedulings provide debt service relief, while slowing the buildup of debt at terms out of line with these country's ability to grow and to service debt in the future.

Concessional Assistance for Servicing IBRD Loans. Some of the debt-distressed countries of Africa had, in the past, been eligible to borrow from the IBRD. (IBRD loans are at nonconcessional terms; IBRD loans outstanding to the IDA-only countries of Africa amount to \$3 billion, about 4 percent of their total debt.) The World Bank Board of Executive Directors recently approved a proposal that will facilitate the servicing of IBRD loans in countries now eligible only for IDA credits. Part of IDA reflows from earlier credits will be earmarked to supplement adjustment credits to IDA-only countries with outstanding IBRD debt. The annual amounts available will be distributed to eligible countries in proportion to the interest they are now paying on IBRD debt. These allocations will cover about 60 percent of IBRD interest owed by eligible countries. Bilateral donors are invited to cofinance these supplemental adjustment credits. African countries currently eligible are Ghana, Kenya, Madagascar, Malawi, Senegal, Tanzania, Togo, and Uganda.

in balance of payments relief provided through reschedulings, but have been reluctant to reschedule nonconcessional debt at concessional interest rates. (Concessional loans are normally rescheduled at concessional interest terms; the longer repayment periods increases the concessionality of these loans.) Instead, creditors extended repayment periods, in some cases to 20 years with 10 years of grace (see Appendix III), agreed to reschedule 100 percent of principal and interest due during the consolidation period (usually one year or more), and agreed to reschedule payments due under previous reschedulings.

A Breakthrough on Rescheduling. At the June 1988 Toronto economic summit, however, the heads of seven leading industrial countries opened the door to the fourth element of the SPA. They agreed that individual creditor countries would, "within a framework of comparability," choose among a menu of rescheduling options for low-income debtors. These options include partial forgiveness, still longer maturities, and lower interest rates on nonconcessional debt. These options have been further defined in discussions among Paris Club creditors (Box I-2). Madagascar and Mali were the first to benefit from the new rescheduling terms.

Remaining Problems and Uncertainties. Official donors and creditors have initiated actions that, if carried through, should significantly reduce the external constraint to adjustment in most of the low-income debt-distressed countries of Africa through 1990. Yet, some serious problems remain to be addressed. First, private creditors, rather than the debtor countries, may benefit from the relief provided by the official creditors and donors. Second, several countries face a barrier of accumulated arrears that must be overcome before reschedulings and adjustment programs are finalized. Third, donors must understand that adjustment in low-income Africa is a long process and must plan accordingly.

Burden Sharing by Commercial Banks. Commercial banks, Africa's major private creditors, have about \$10 billion of claims on IDA-only African countries, excluding claims guaranteed by export credit agencies. While small relative to official loans, commercial bank claims in arrears impede normal trade credit relationships in the most seriously debt-distressed countries. To date commercial banks have, in general, rescheduled at market terms, often setting higher spreads and new fees in the process. In some of the debt-distressed countries, the negotiation process has broken down, and commercial banks are being paid only selectively. These claims sell at a steep discount in the secondary market, in the range of 2 to 25 cents per dollar

Box I-2. New Rescheduling Options for Paris Club Creditors in Low-Income Countries

The Toronto Economic Summit in June 1988 led to a major exception to one of the rules that have governed Paris Club reschedulings over the past three decades: nonconcessional official bilateral debt is rescheduled at market terms. The summit communique, signed by the heads of state of seven major industrial countries, announced that individual creditor countries could choose among a menu of options in rescheduling the debts of the poorest debtor countries. The three options were further defined by the Paris Club and were adopted by the G-7 at the recent IMF-World Bank Annual Meeting in Berlin.

A. Partial writeoffs. Creditors choosing this option would forgive one third of the debt service due during the consolidation period and would reschedule the remainder at market rates over 14 years with an 8-year grace period on principal payments.

B. Longer repayment terms. Creditors would reschedule debt service due during the consolidation period at market interest rates but with a 25 year maturity and a grace period of 14 years.

C. Lower interest rates. Creditors would reschedule debt service due during the consolidation period at reduced interest rates—either 3.5 percentage points below or one half of market rates, whichever gives the smallest reduction—over 14 years with 8 years of grace.

Creditors consider the three options as comparable. Options A and C offer a roughly equal degree of concessionality. Option B, while not concessional, puts a creditor's principal at risk much longer: principal payments on these claims would be suspended until the "concessional" creditors (that is, those who extend options A or C) have received their final payment under the rescheduling.

World Bank staff have estimated that adopting these options would reduce 1988-90 debt service of the SPA-eligible debt distressed countries by less than 5 percent, compared with recent rescheduling standards. These options will nevertheless make a useful contribution to alleviating debt problems faced by these countries by slowing the buildup of nonconcessional debt.

of face value.

Concessional debt rescheduling by bilateral official creditors and increased concessional aid may increase the value of commercial bank claims. The official bilateral creditors' concept of burden sharing across all creditors would be violated. Repurchases of debt at a deep discount, as in the Bolivian donor-sponsored buyback,

would be one way of ensuring burden sharing, especially if the agreed price can be kept close to the pre-buyback price. (In the Bolivian case, the price rose significantly, meaning that the holders of bank claims extracted some of the benefits of the forgiveness.) Buyback operations can prove useful for low-income countries if these are able to lead, subsequently, to access to the markets and the returns on buyback to the debtor country are higher than the opportunity cost of aid money.

Other possible methods of addressing the problem of commercial bank debt in debt-distressed countries include tax-deductible donations of claims to charities in the debtor countries or to aid agencies, who would use the local currency proceeds, or direct conversion of the claims to local currencies. The amounts involved would be relatively small, about \$5 billion in face value terms or less than \$600 million at current secondary market prices, although these may not be an appropriate indicator of value. These schemes would be limited to the most seriously debt-distressed countries--those with a history of arrears on and reschedulings of commercial bank credits--and to long-term claims. All short-term trade credits, except those that have been in arrears for an extended period, should be excluded. One of the goals of the process is a restoration of normal trade credit relationships.

The Arrears Bottleneck. Another ongoing problem, noted here last year, is the massive accumulation of arrears to virtually all creditors in some of the most seriously debt-distressed countries. Once a country has amassed a large volume of arrears across all creditors, the normal channels for regularizing debt service are blocked. Arrears to the IMF and other multilateral agencies effectively block new commitments and,

eventually, disbursements from these sources. Access to the Paris Club is blocked when a country's relationship with the international lending agencies breaks down. Accumulating bilateral arrears, in the absence of a Paris Club rescheduling, can block the disbursement of ODA. Creditors, donors, and the debtor countries must find some formula to break this logjam. One proposal is a shadow adjustment program for countries in arrears, with a major portion of ODA disbursements, simultaneous with a settlement of arrears and a Paris Club rescheduling, at the end.

The Need for a Long-Term Commitment. The progress made by creditors, donors, and the debtor countries over the past year has been commendable. But more could be done in the short term. Some low-income debt-distressed countries in Africa have yet to adopt adjustment programs. A few have broken away from programs, perhaps with some perceived immediate benefits, but setting back the possibility of achieving sustainable long-term growth. The arrears bottleneck must be overcome in the most severely debt-distressed countries. Yet, overall, the progress made in 1988 has improved the prospects for debt-distressed low-income Africa.

However, donors, creditors, and the debtor countries themselves must understand that the adjustment process is likely to be long. All must make a long-term commitment to continue the process. The special efforts of the past two years must be continued. In particular, donor countries need to take into account the long-term adjustment needs of low-income Africa during the discussions surrounding the Ninth Replenishment of IDA. As World Bank President Conable has emphasized, "resolving Africa's problems is a marathon, not a sprint."

Appendix II. Debt Trends in 1987

The country debt pages in the *World Debt Tables* are based on loan-by-loan reporting of the public and publicly guaranteed long-term debt of the 111 countries in the Debtor Reporting System (DRS). Private nonguaranteed debt is reported by some countries and is estimated by Bank staff for others where it is known to be significant in the overall composition of debt. Short-term debt is estimated by Bank staff for all countries. (See "Sources and Definitions" for further details.) The current *World Debt Tables* incorporates debt data to the end of 1987. This appendix examines the trends in lending to developing countries in 1987, the latest year.

The nominal growth in external debt of developing countries in 1987 was 11.5 percent. However, if adjustment is made for exchange rate valuation changes the increase was only 3.1 percent (Table II-1).

BIS "reporting-area" commercial banks and the World Bank accounted for nearly 60 percent of the increase during 1987. However, if one excludes estimated exchange rate valuation effects, only the World Bank (including IDA) provided positive net lending, with net disbursements of \$8.4 billion. Net new lending by the financial markets (bond issues and loans from commercial banks) decreased from \$6.1 billion in 1986 to \$-1.1 billion in 1987. An analysis of the sources of growth of 1987 debt stocks is presented in Box II-1.

The External Debt of HICs. During 1987 the debt of the seventeen highly indebted countries (HICs) grew by 9.5 percent to \$527 billion. Over 70 percent of that nominal increase was the result of valuation effects associated with the continued weakness of the dollar throughout 1987 (Table II-1). More than two-thirds of the HICs' total debt is held by commercial creditors whose claims

contain a dominant share of dollar denominated loans. Of the remainder, 8.2 percent is owed to the World Bank (including IDA) and 4.1 percent to the IMF, whose loans include a large component of nondollar currencies.

During that year, the World Bank was one of the principal sources of net new funds for HICs, with net disbursements of \$2.3 billion. Including exchange-rate effects, the Bank's claims on the HICs increased by \$10.2 billion in 1987 (the market value of debt outstanding and disbursed and principal repaid to the World Bank is shown in Appendix IV). Following large amounts of short-term financing in 1982-84, IMF credit to HICs grew by 8.4 percent in dollar terms to \$21.8 billion in 1987 but declined by 6.5 percent in terms of SDR.

The HIC's long-term, public and publicly guaranteed commercial debt was marked by a reduction of the net resource transfers--after total debt service--to private commercial creditors. These were still negative in 1987 (-\$14.1 billion), but considerably lower than in 1986 (-\$19 billion). One factor that has undoubtedly influenced the size of resource transfers in 1987 is that debt service is recorded on a cash basis. Continued payment arrears--including Brazil's moratorium on interest payments during much of 1987, Peru's limitation of debt service to 10 percent of its export revenues, and substantial arrears by other countries--thus had a sizable impact

As discussed in this report, a further factor is that 1987 saw a substantial rise of turnover in the secondary loan market and the first significant volume of voluntary debt reduction. There was active trading of loans for debt-equity swaps--notably for Mexico and Chile--as well as some debt buybacks.

Table II-1. Nominal and Currency-Adjusted Rates of Growth of External Debt in 1987

Region	Total Long-Term Debt at End 1986 (US\$ billions)	Total Long-Term Debt End 1987 (US\$ billions)	Nominal Growth in 1987 (percent)	Currency- Adjusted Growth in 1987 (percent)
Africa South of Sahara	90.7	109.3	20.6	9.0
East Asia and Pacific	153.3	170.6	11.3	-1.8
South Asia	61.9	72.3	16.7	5.8
Latin America and the Caribbean	357.2	384.1	7.5	3.1
North Africa and the Middle East	84.0	93.8	11.7	3.9
Europe and the Mediterranean	146.9	166.2	13.2	3.1
Total	893.9	996.3	11.5	3.1

Box II-1. Sources of Growth in 1987 Debt Stocks

During 1987, the total stock of external debt of the developing countries increased by \$116 billion in nominal terms. Of that amount \$102.5 billion represents the net nominal increase in the stock of long-term debt, and \$13.5 billion the change in short-term debt.

However, for long-term debt, currency valuation effects associated with the devaluation of the US dollar during the year, accounted for by far the largest part (about 65 percent) of the nominal increment of that part of the debt. Thus, the currency-adjusted increase in long-term debt was only \$28 million (Box Table II-1).

By contrast, currency valuation effects were less significant in relation to changes in short-term debt (maturities of less than one year). Short-term debt is mostly denominated in US dollars. Moreover, the relative size and currency composition of its non-dollar segment can vary considerably—and rapidly—during the course of any given year, as portions of that debt are repaid or rolled-over in other currencies. This makes it reasonable to assume that the nominal increase of short-

term debt also represents fairly accurately its currency-adjusted increase. Thus, the net change in debt stocks in 1987 can be decomposed as shown in Box Table II-1.

Box Table II-1. Changes in 1987 Debt Stocks

	US\$ billions	Percentage of Total Increase
Total Increase	116.1	100.0
Change in Long-Term Debt	102.5	88.3
Net Disbursements	17.7	15.3
Currency Effects	75.0	64.6
Other ^a	9.8	8.4
Change in Use of IMF Credit	0.0	0.0
Change in Short-Term Debt ^b	13.7	11.7

^a Includes net effect of interest capitalization by official creditors, long-term rescheduling of short-term debt (positive) and voluntary debt reduction (negative). The latter, including debt-equity swaps and debt buybacks, is estimated at \$8.6 billion for 1987.

^b Includes interest arrears on long-term debt.

Source: World Bank data.

Trends in Commercial Lending to Developing Countries.

Total gross funds raised by developing countries in international capital markets (bond issues and commercial bank loans) during 1987 were virtually unchanged relative to 1986. Net flows—after principal repayments, but before interest payments—show a different pattern. Net long-term flows from commercial sources by all developing countries dropped from \$6.9 billion in 1986 to minus \$1.7 billion in 1987, representing a total decline of over 125 percent. That change was primarily due to changes in net lending to two, partly overlapping, groups of countries.

- Countries in the East Asia and Pacific region recorded net positive flows from commercial sources of \$3.8 billion in 1986, compared with net negative flows of \$3.4 billion in 1987. Most of that change was attributable to one country, the Republic of Korea, which reduced its total external debt by more than \$6 billion (to \$40.5 billion) during 1987 and made net repayments of \$7.8 billion to commercial lenders. That profile, however, is uncharacteristic of developing countries in general.
- The second group, middle-income oil importers, showed an even more pronounced change in the direction of net commercial lending, from \$2.0 billion in 1986 to minus \$9.0 billion in 1987.

By contrast, during the same years, net flows from private creditors to the HICs increased from minus \$1.9 billion in 1986 to \$0.9 billion in 1987, due mainly to an increase in the volume of concerted bank lending in 1987. Finally, in Sub-Saharan Africa, whose commercial debt represents but a relatively modest share of total external liabilities, net commercial lending was virtually unchanged, at \$0.7 billion in 1987.

A significant development in lending by commercial banks was the improvement in financing terms during 1987, especially for the countries that are considered creditworthy (Table II-2). That trend resulted in better credit risk ratings and in lower borrowing spreads. On average, borrowing spreads moved closer to the OECD-area average and declined from an average 66 basis points in 1986 to 42 during 1987. Lower spreads on reschedulings by some of the most highly indebted countries also contributed to that trend (Appendix III).

The maturity breakdown of total developing-country debt remained virtually unchanged in 1987, relative to 1986, with short-term liabilities (with maturities of less than one year) representing 11.3 percent of their total external debt. However, within that total average, 1987 saw a slight drop in the volume of short-term debt outstanding of Sub-Saharan Africa (it dropped from 11.3 percent in 1986 to 10.0 percent in 1987) and a modest increase in the short-term debt of HICs (from 8.4 to 9 percent, respectively). For the latter group of countries, the maturity profile of total debt outstanding is likely to change in the future, given the

Table II-2. Terms of Lending to Developing Countries, 1984-87
(cost in percent)

	1984	1985	1986	1987
Total Lending	10.9	9.0	7.5	6.3
Financial Markets ^a				
OPEC	12.6	9.9	7.4	8.3
Other Developing Countries	13.3	10.1	7.6	8.3
Eastern Europe	12.7	9.7	7.2	7.9
All Developing Countries	12.9	9.9	7.4	8.1

a. Interest rates calculated on the basis of spread + LIBOR (six-month).

Source: OECD and World Bank estimates.

significant lengthening of new commitments by commercial creditors. These increased from an average maturity of 8.4 years in 1986 to 12.8 years in 1987. This and longer grace periods on new bank commitments reflect the changed maturity profiles that were agreed in debt reschedulings.

Variations in the maturity distribution were quite pronounced among the HICs. Several countries had a large increase of short-term liabilities during 1987, while others could reduce the use of short-term funds. For example, in 1987, Venezuela more than doubled its short-term debt (to \$3.8 billion), Yugoslavia recorded an

increase of 62 percent (to \$2.2 billion), and Brazil's short-term debt rose by 50 percent (to \$13.9 billion). This last case was mostly due to the accumulation of interest arrears following the payment moratorium of February 1987. (Arrears are included in short-term debt in the *World Debt Tables*.) Among the countries that reduced short-term debt in 1987, the most significant drops were in Morocco, by 25 percent (to \$0.8 billion), and in Nigeria, by 24 percent (to \$2.7 billion). For the remaining HICs, outstanding short-term debt varied relatively little from 1986 to 1987.

Appendix III. Debt Rescheduling Negotiations in 1988

Developing-country debts to official creditors (intergovernmental loans and officially guaranteed private export credits) are renegotiated through the Paris Club. Their debts to commercial banks are renegotiated through ad hoc "Bank Advisory Committees," which represent the particular consortium of banks whose claims are to be restructured. In 1988, both the Paris Club and Bank Advisory Committees modified their respective approaches to debt restructuring in response to the continued debt-servicing difficulties of several developing countries.

Major developments in debt restructuring by banks and official creditors are reviewed here. Table III-1 presents the commercial bank new money disbursements to the HICs for 1982-88 under concerted lending arrangements. Table III-2 presents a summary of the amounts of debt relief provided under debt restructuring agreements. A country-by-country summary of restructuring agreements is presented at the end of this appendix.

Agreements with Official Creditors. The major concern of the Paris Club continues to be the low-income countries

with severe and prolonged debt servicing problems and poor balance of payments prospects. The main problem is that many of these countries have been unable to meet the original terms of debt relief agreements, thus requiring the continuous renegotiation of previously rescheduled debt.

A menu formula for official reschedulings. After prolonged discussions among the major Paris Club creditors in Berlin before the September 1988 World Bank / IMF Annual Meetings, the G-7 governments announced that the Paris Club will introduce a menu approach to the repayment terms for agreements with selected low-income countries. This approach was adopted in the accords signed with Madagascar and Mali in October 27-28, 1988 (see details in Appendix I).

Until October 1988, the terms under which debtor countries repay consolidated debt under a Paris Club Agreed Minute have been uniform with respect to each creditor country. Certain "debt-distressed" countries presently repay debts over a 20-year maturity with 10 year's grace. Interest on rescheduled concessional loans is normally at rates comparable with the original loan;

Table III-1. Commercial Bank New Long-Term Money through "Concerted Lending," 1982-88
(US\$ millions)

Country	Total Commitments 1982-Sept. 1988	Amounts Disbursed						(Jan.- Sept.) 1988
		1982	1983	1984	1985	1986	1987	
Argentina	6,750	0	500	0	3,096	1,207	1,050	350
Brazil	15,500	0	4,400	6,500	0	0	0	0
Chile	2,865	0	1,300	780	520	215	0	0
Colombia	1,000	0	0	0	0	957	0	0
Congo	60	0	0	0	0	0	0	0
Costa Rica	277	0	152	50	75	0	0	0
Cote d'Ivoire	255	0	0	0	104	0	0	0
Ecuador	631	0	431	0	200	0	0	0
Jamaica	89	0	0	0	0	0	0	0
Mexico	16,500	0	5,000	2,850	950	500	3,872	1,100
Mozambique	113	0	0	0	0	0	0	0
Nigeria	320	0	0	0	0	0	0	0
Panama	338	0	131	147	0	51	9	0
Peru	650	0	250	100	0	0	0	0
Philippines	925	0	0	0	400	525	0	0
Uruguay	240	0	240	0	0	0	0	0
Yugoslavia	600	0	600	0	0	0	0	0
Total	47,113	0	13,004	10,427	5,345	3,455	4,931	1,450

Source: World Bank Debtor Reporting System and International Monetary Fund.

Table III-2. Amount of Debt Relief, January 1980-September 1988

(US\$ billions)

Debt Relief	Jan. 1980- Sept. 1988	1983	1984	1985	1986	1987	Jan.-Sept 1988 ^a
Debt Restructuring ^b							
Bank ^c	414.9	47.6	91.3	23.2	72.2	92.4	76.8
Official Creditors	82.0	8.4	4.3	16.4	11.3	28.2	7.0
Total	496.9	56.0	95.6	39.6	83.5	120.6	83.8
New Long-Term Money Disbursed ^d	47.1	13.0	10.4	5.3	3.5	4.9	1.5
Concerted Short-Term Credit Facilities ^e	36.5	29.4	34.9	32.0	31.8	31.4	32.2

a. Data for 1988 are provisional.

b. Debt restructuring with commercial bank is recorded in the year of agreement in principle; debt restructuring with official creditors is recorded in the year in which the "process verbal" is signed.

c. Figures include the consolidation of short-term debt, as well as the restructuring of long-term debt.

d. Disbursements of long-term "concerted lending." See Table III-1 for country detail.

e. Credit lines, mainly trade related, arranged in conjunction with debt-restructuring agreements. Figures are for amounts outstanding at the end of the period. The figure for January to September 1988 is the total amount of credit facilities made available during that period.

Source: World Bank Debtor Reporting System and International Monetary Fund.

interest on rescheduled export credits is normally based on the borrowing cost of each individual export credit agency. Thus, moratorium interest rates differ between creditor countries, although the terms of repayment are the same.

When the Paris Club first began to reschedule debts in the early 1960s, it asked that rescheduled debt be repaid on terms comparable with medium-term export credits: around 7 year's maturity with 3 year's grace. When low-income African countries began to approach the Paris Club in the late 1970s, the Paris Club recognized the special difficulties these countries faced in dealing with their debt problems. It therefore agreed to consolidate contractual interest as well as principal for the entire face value of eligible maturities rather than just 80 to 90 percent thereof, to consolidate intergovernmental loans as well as export credits, and to offer longer terms of repayment--at first 10-year maturities with 5 year's grace and then, in 1987, for countries facing specially difficult situations, 20-year maturities with a 10-year grace period.

Finally, a menu of concessional options was adopted by Paris Club creditors in 1988 (Appendix I).

In implementing this menu approach, the creditors will attempt to assure that each of them makes a comparable contribution to debt relief. Exactly how this will be done--and how the debtor countries will benefit compared with the traditional approach to debt relief--will be seen in the agreements that will be negotiated in the latter part of 1988 and early 1989.

A declining volume of Paris Club reschedulings in 1988. Paris Club activity in 1988 has been markedly reduced from earlier years. Between 1983 and 1987, an average of 17 debt rescheduling agreements were negotiated each year with official creditors. By comparison, during the first nine months of 1988 only 7 agreements were signed, and it is likely that only a handful of additional agreements will be negotiated during the rest of the year. This declining volume, however, does not indicate that fewer countries require debt relief on obligations to official creditors: as of end-September 1988, 24 countries were unable to service their debts and were waiting to renegotiate them with the Paris Club. Consolidation periods on previous agreements had expired for more than six months for 15 of these countries, 12 of which were in Sub-Sahara.

The problem is eligibility. A precondition for meeting with the Paris Club is that the debtor country has an economic program in place to correct the balance of payments situation that created the need for debt relief. Since its inception, the Paris Club has stressed that debt relief is intended to complement, not substitute for, an adjustment program. Since the late 1970s, the Paris Club has used as its criterion of adequate adjustment effort, eligibility for upper-credit tranche IMF programs.

Recovery in the level of Paris Club activity now awaits the resolution of discussions between the IMF and countries for which debt relief is an essential part of interim balance of payments financing. As long as this problem is unresolved, these 24 countries are, of course, not servicing debts that are potentially eligible for relief.

However, they are accruing penalty charges on those obligations, charges that are not normally consolidated in Paris Club agreements. These countries also have difficulty obtaining other forms of external finance. Currently they are not eligible for export credit insurance in creditor countries, with the consequence that productive activity is constrained.

Paris Club agreements signed in 1988. Turning to the agreements signed between January and September 1988:

- Niger and Malawi both benefited from longer repayment terms offered to low-income debt-distressed countries (20 year's maturity with 10 year's grace);
- Togo's debts were rescheduled with 15-1/2 year's maturity with 8 year's grace;
- Gabon (an oil-exporting country) was given 10 year's maturity with 5 year's grace, as were Brazil, Ecuador, and Yugoslavia;
- The consolidation period for all countries other than Brazil ranged from 12 to 15 months;
- The consolidation period for Brazil's debts was 20 months. The Brazil agreement was reached in parallel with a major accord with the commercial banks (see below);
- In all cases, 100 percent of eligible maturities were consolidated.

Agreements with Commercial Banks. While only six debt restructuring agreements were negotiated with commercial banks between January and September 1988, the total debt restructured totaled \$76.8 billion, of which \$61 billion was accounted for by Brazil.

Restructuring agreements were also negotiated with Chile, Cote d'Ivoire, Guinea, Malawi, and Yugoslavia.

New trends in commercial bank reschedulings. Agreements concluded by commercial banks in 1988 reveal several significant trends.

Negotiating interest arrears. Until 1987, countries renegotiating debts to banks had kept interest payments current, as creditors generally insisted that any interest arrears be cleared before a restructuring agreement could become effective. However, starting in 1987, Brazil, Cote d'Ivoire, and Ecuador, in an effort to conserve foreign exchange, allowed interest arrears to build up and successfully managed to arrange new money packages of sufficient size to refinance the bulk of these arrears.

Longer maturities. The average maturity on restructured debt has increased from 10 years in 1984-86, to 15 years in 1987, and to 18 years in the first nine months of 1988 (see Table III-3). Maturities of 19-20 years were granted to several large Latin American countries, beginning with Mexico (September 1986) and continuing with Argentina (April 1987), Ecuador (November 1987), and Brazil (June 1988). Other countries that received relatively long maturities in 1987-88 were Jamaica (12 years); Venezuela and Cote d'Ivoire (14 years); Chile, Mozambique, and Poland (15 years); Philippines and Uruguay (17 years); and Yugoslavia (18 years).

Reduced interest rate margins. The 1986 agreement with Mexico pioneered a margin of 13/16 percent over LIBOR, as compared with 1-7/8 percent in the 1983 agreement and a range of 7/8 to 1-1/4 percent in the 1985 agreement. Earlier agreements with Venezuela,

Table III-3. Debt Restructuring Agreements with Official Creditors, January 1980-September 1988

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	Jan.-Sept. 1988 ^a
Number of Agreements	6	17	14	21	18	17	7
Sub-Saharan Africa	5	9	9	10	13	9	4
Other	1	8	5	11	5	8	3
Average Consolidation Period (years)	1-1/12	1-1/12	1-1/6	1-5/12	1-1/3	1-5/12	1-1/4
Sub-Saharan Africa	1-1/12	1	1-1/12	1-1/4	1-1/3	1-1/3	1-1/6
Other	1	1-1/6	1-1/6	1-1/2	1-1/4	1-1/2	1-1/3
Average Maturity on Consolidated Debt (years)	8-1/4	8-2/3	9-1/2	8-5/8	9	12	13-1/6
Sub-Saharan Africa	8-3/4	9-3/4	10-1/4	9-1/6	9	15	16
Other	6	7-1/4	8-1/3	8-1/2	9	8-1/2	9-5/12

Source: World Bank Debtor Reporting System.

Table III-4. Debt Restructuring Agreements with Commercial Banks, January 1980-September 1988

	1983	1984	1985	1986	1987	Jan.-Sept. 1988
Number of Agreements	27	26	14	11	17	6
Amount of Debt Restructured (US\$ billions) ^a	47.6	91.3	23.2	72.2	92.4	76.8
Average Consolidation Period (years)	1.5	2.8	2.8	2.8	4.0	5.8
Average Repayment Terms						
Maturity (years)	6	9	11	10	15	18
Grace (years)	3	3	4	4	5	8
Spread over LIBOR (percent)	2.0	1.8	1.5	1.3	1.0	0.8

^a Includes previously rescheduled debt.

Source: World Bank Debtor Reporting System and International Monetary Fund.

Romania, and Chile were renegotiated to provide a 13/16 percent spread. Subsequent agreements with several other countries likewise featured a 13/16 percent margin: Ecuador (November 1987) and Brazil (June 1988). The average spread for all agreements negotiated in 1987 was 1.0 percent and for agreements negotiated in January-September 1988 was 0.8 percent, in contrast with 1.5 percent for 1985-86 (Table III-4).

Financial packages. New long-term lending, extended parallel with debt restructuring, has become less common. During 1987-88, only agreements with Argentina (April 1987), Ecuador (November 1987), Cote d'Ivoire (April 1988), and Brazil (June 1988) featured concerted lending. Chile was able to negotiate for reduced spreads because it was able to do without a new money package. New money packages have been difficult to implement, despite the use of special incentive fees for early subscribers. Banks were slow to take up the Argentine loan, and the Ecuador financial package could not be implemented at all. The Brazilian new money package, however, was quickly subscribed. It not only offered an incentive fee, but provided advantages with respect to debt-equity swaps for subscribing banks.

Menu approach. As alternatives to concerted lending, several agreements have offered exit bonds (which are exempt from the base for further calls for future concerted lending) and securitized claims (which have enhanced tradability). This approach began with the Argentine agreement of April 1987 and has been featured, in various forms, in several subsequent agreements with other countries.

Retiming interest payments. Agreements with Chile (February 1987) and Brazil (June 1988) have retimed interest payments from a quarterly to a semiannual

basis, thus providing a one-time saving of foreign exchange.

Relatively hard terms for small countries. Commercial banks have not extended these benefits to smaller debtor countries. The agreements with The Gambia (May 1987), Honduras (August 1987) and Malawi (April 1988) called for 8 year's maturities with a spread of 1-1/8 percent (except for the Malawi agreement which had a spread of 1-1/4 percent).

Major agreements reached with individual countries. The principal features of the major agreements negotiated between January-September 1988 were as follows:

Brazil. The largest and the most complex agreement with commercial banks negotiated during 1988 was the June agreement between Brazil and its Bank Advisory Committee. The agreement formally ended Brazil's moratorium on interest payments that had begun in February 1987. It consolidated 95 percent of the country's debt outstanding to banks into a special deposit facility with the Central Bank of Brazil. The amount to be consolidated was \$62 billion. This includes amounts still outstanding under earlier reschedulings plus all maturities due through 1983. These obligations will be repaid in 20 years, including 7 year's grace. Instead of equal principal payments, the size of the instalments to be repaid will be staggered, increasing from 1 to 5 percent of the original amount. The interest margin will be 13/16 percent over the 6-month LIBOR.

A second feature of the Brazil agreement is five separate new money facilities. The resources will come from commitments of each signatory creditor bank equal to 11.4 percent of its exposure as of March 31, 1987. The total is estimated at \$5.2 billion. In addition, the participating banks will agree to renew trade and interbank credit lines to the level agreed to in 1986,

totaling approximately \$15 billion.

Additional features of this agreement are:

- **Currency switching.** Each bank may choose whether its claims should be denominated in US dollars or its home currency.
- **Retiming of interest payments.** Interest payments will be switched from a quarterly to a semiannual basis, providing a one-time savings in foreign exchange.
- **Relending.** The deposits in the special account can be relent (up to specified limits) to Brazilian firms.
- **Debt-equity conversions.** The funds consolidated may be converted into equity holdings.
- **Exit bonds.** Brazil will issue up to \$5 billion of Brazilian Investment Bonds. Each bank may subscribe up to \$15 million. These bonds are exempt from the base on which new money requirements are calculated; they have been almost entirely subscribed.

Cote d'Ivoire. Not long after signing the multi year debt relief agreement (MYRA) with commercial banks in December 1986 that restructured debt falling due between 1986-89, continued deterioration of economic conditions forced the Cote d'Ivoire to stop paying interest to banks. Recognizing that it would not be possible to continue with the MYRA despite the renewal of IMF programs, an agreement in principle was initialed with the banks in May 1988.

It provided for the rescheduling of the outstanding balances on loans signed on or before November 30, 1983, to be repaid over 14 years including 4-1/2 year's grace. The interest rate margin would be 1-1/4 percent, just below the margin agreed to in the MYRA.

An unusual feature of this agreement is that interest arrears as of March 31, 1988 would be consolidated and refinanced with new money provided by creditor banks. These refinancing credits would be repaid within 9 years, including 5 year's grace. The interest margin would be 1-1/2 percent. Interest payments were resumed in April. However, interest payments were not made in subsequent months, and the total financial package has become stalled.

Yugoslavia. This agreement restructured previously rescheduled debt falling due in 1988 and maturities not previously rescheduled in 1989. The repayment period for consolidated debt was extended to 18 years and the spread reduced to 1316 percent. Additional finance was made available through a short-term trade facility instead of long-term concerted lending. The package included exit bonds and the possibility of debt-equity swaps, provided that Yugoslavian constitution will be amended to allow resulting foreign private participation in Yugoslavian enterprises.

CONSIDERACIONES TEÓRICAS
SOBRE EL ENDEUDAMIENTO EXTERNO

ANA LECIA ARRILLO

ENDEUDAMIENTO EXTERNO

El deficiente ahorro y/o la insuficiencia de divisas pueden imponer distintas clases de limitaciones al desarrollo de la economía de un país. La estructura productiva de los países en desarrollo puede ocasionar que a corto o mediano plazos se produzca escasez de uno u otro factor, es decir del ahorro o de las divisas. Esta insuficiencia crea la denominada "brecha comercial" que es la diferencia entre las importaciones y las exportaciones, $M-X$, y la llamada "brecha del ahorro" que es la diferencia entre la inversión y el ahorro, $I-A$.

Tanto la brecha comercial como la brecha del ahorro limitan la inversión de un país y por tanto su crecimiento. Si el nivel de ingresos de un país no genera el ahorro suficiente para igualar la indispensable inversión para que la economía crezca a una tasa considerada deseable, o si bien dicho país no puede incrementar las exportaciones para cubrir las importaciones necesarias también para el crecimiento de la economía, será imprescindible recurrir al capital externo para complementar el ahorro nacional.

Es muy posible que un país en desarrollo presente las dos brechas, y no siempre es posible aumentar las exportaciones a fin de incrementar las divisas, pues se presentan dificultades que pueden deberse a la rigidez en la estructura productiva, a la poca movilidad de los factores, a los altos costos internos de producción en virtud del exceso de protección o de la organización monopolística de la

Trabajo elaborado por Ana Lucía Arriagos, directora de la Subgerencia de Programación Financiera del Banco Central del Ecuador, para su presentación al seminario. Los conceptos en él vertidos son de la exclusiva responsabilidad de la autora y no corresponden necesariamente con los del Banco Central del Ecuador.

industria y, por último, a la falta de mecanismos adecuados para dirigir la producción hacia el mercado exterior. Cualesquiera de los factores anotados dificultan el proceso de ajuste.

Por otra parte, tampoco es fácil aumentar el nivel del ahorro interno para poder cubrir la inversión, puesto que el incremento del ahorro interno puede conducir a una deficiencia de la demanda global, que reduciría la actividad económica y el nivel de empleo.

Será indispensable, por tanto, recurrir al endeudamiento externo, a fin de lograr el crecimiento adecuado de la economía, el cual depende entre otras cosas de la relación marginal entre el capital y el producto, de la propensión marginal a importar y del componente importado que requieren las inversiones.

En la mayor parte de países de bajos ingresos, incluso las medidas más enérgicas para incrementar el ahorro y destinarlo a las necesidades más urgentes no solucionan el problema de la escasez de recursos para garantizar la inversión necesaria que asegure un progreso estable, siendo por tanto imprescindible complementar el ahorro interno con el capital extranjero. Sin embargo, es necesario considerar que existen grandes diferencias en cuanto a características, necesidades y potencial entre los distintos países en desarrollo, las cuales determinan que algunos de ellos requieran recursos externos en términos altamente concesivos para poder resolver sus problemas. Sin embargo, en años recientes se ha notado que el financiamiento externo público representa una proporción cada vez menor del financiamiento externo total, mientras que, por otro lado, ha crecido considerablemente el monto de los recursos externos privados, los cuales no pueden prestarse en condiciones flexibles y, por ende, elevan el costo del financiamiento de las inversiones en los países beneficiarios de los préstamos.¹ Así, sería necesario analizar detenidamente la situa-

¹ Véase *ibid.*, *El endeudamiento externo de América Latina. Situación actual y perspectivas*, Washington (D.C.), mayo de 1977.

ción real de cada país para poder encontrar la causa del incremento de la utilización de los recursos externos privados sobre los públicos.

A pesar de ese crecimiento no puede hablarse de que el endeudamiento externo de los países sea excesivo y menos aun peligroso si antes no lo ubicamos en el contexto apropiado, ya que las cifras absolutas de la deuda externa de un país carecen de significado real si se las examina aisladamente.

Es necesario, entonces, examinar la relación entre la deuda externa y la evolución de la economía del país respectivo, especialmente en cuanto a las tendencias del ahorro, la inversión y el comercio exterior.

La aceleración del desarrollo económico de los países, refiriéndonos al contexto latinoamericano, que comenzó en el decenio de los sesenta, ha sido acompañada en la mayor parte de los casos por una brecha comercial creciente, generalmente representada por un déficit progresivo en cuenta corriente que puede considerarse como normal en dicha etapa de desarrollo.

A esta situación deben añadirse los sucesos económicos internacionales, como es la recesión de 1974-75, que han incrementado la brecha de los recursos externos, en virtud tanto del aumento relativo de los precios de importación como de la caída en los volúmenes de exportaciones. El crecimiento de la brecha ha obligado a su vez a aumentar la deuda externa, pero su incremento no necesariamente es un indicador de las dificultades financieras.

Aun más, la aceleración del desarrollo o el mantenimiento de un ritmo de crecimiento sostenido requieren cada vez más de mayores importaciones tanto de bienes de capital como de bienes de consumo, todo lo cual incrementa el déficit de los recursos.

Como contrapartida del aumento en el flujo de capitales externos que tienen que recibir o que reciben los países en desarrollo, la deuda externa y su servicio, por intereses y amortizaciones, consecuentemente también se incrementan, y la carga sobre la balanza de pagos por el rubro de

intereses y de amortizaciones es sin lugar a duda de gran interés para la economía de un país. Las amortizaciones, sobre todo, asumirán cada vez mayor peso en la medida en que se vayan cumpliendo progresivamente los vencimientos de los préstamos, especialmente bancarios, que son contratados en su mayor parte a corto plazo. Esto plantea la necesidad de prever que los déficit de la balanza de pagos no sólo requieren de un flujo permanente de recursos externos que la equilibren, sino que es fundamental la administración cuidadosa del endeudamiento externo y el cumplimiento de las expectativas de expansión de las exportaciones de un país para poder así equilibrar realmente la balanza de pagos. Es decir, es muy importante para una adecuada administración del endeudamiento externo verificar que los beneficios obtenidos mediante la utilización de los recursos externos sean mayores que los costos derivados de su contratación; esto es, que exista eficiencia económica. En este sentido, es necesario que la estructura de la deuda externa no cambie drástica o considerablemente como ha venido ocurriendo en el último decenio con casi todos los países de América Latina, en donde la composición de la deuda externa ha variado en el sentido que se ha registrado un aumento apreciable de los pasivos con los bancos comerciales y una disminución en la proporción de la deuda con los gobiernos extranjeros. Todo esto afecta a la deuda externa de un país, dado que las condiciones financieras de los préstamos procedentes de los bancos comerciales difieren de las de los préstamos provenientes de los gobiernos extranjeros u organismos internacionales oficiales, casi siempre más flexibles.

Las condiciones relativas a las tasas de interés y al plazo para rembolsar los préstamos constituyen uno de los principales factores determinantes del servicio de la deuda externa. La tendencia al endurecimiento progresivo de las condiciones financieras de los préstamos contratados por los distintos países explica el rápido crecimiento del servicio de la deuda. En efecto, el incremento en las tasas de interés refleja el alza del costo del dinero, tanto en los

países desarrollados como en los mercados internacionales de capital, como consecuencia de la inflación; de la aplicación de políticas restrictivas para combatirla y de la incertidumbre financiera prevaleciente.

Como los pasivos con los acreedores privados, especialmente con los bancos comerciales, han crecido considerablemente, la transmisión del alza en las tasas de interés a la deuda pública externa se ha ahondado o reforzado, porque, generalmente, las tasas de interés exigidas por los prestamistas privados son más altas que las requeridas por las agencias gubernamentales u órganos financieros multilaterales.

Los plazos para el reembolso de los préstamos también se han reducido, a causa del incremento del pasivo con los acreedores privados, habiendo por tanto una concentración mayor de pagos de intereses y amortizaciones a corto y mediano plazos de la deuda externa.

Las diferencias en las condiciones financieras implícitas en la deuda externa de los países de América Latina se pueden calcular por medio del índice del elemento de subsidio, el cual es estimado como la diferencia entre el valor nominal de la deuda y el valor actual de los pagos futuros de amortización e intereses descontados a una cierta tasa de interés, siendo expresada dicha diferencia como una proporción del valor nominal de la deuda. Así,

el *elemento de subsidio*, dentro del rango de los valores positivos, constituye un índice comparativo del grado de concesión o liberalidad respecto a las condiciones financieras corrientes del mercado, representado por la tasa de descuento utilizada en su cómputo.²

Las cifras que se obtengan del *elemento de subsidio* para cualquier año reflejarán si las condiciones financieras del endeudamiento externo son más o menos favorables que las condiciones de otros países con los cuales quiere establecerse la comparación. De esta forma, se puede observar

² Véase *ibid.*, *op. cit.* (nota 1).

si las condiciones financieras de los pasivos con los acreedores oficiales difieren de las existentes en los pasivos con los acreedores privados, y asimismo se puede distinguir o notar el trato preferente que se ha dado a ciertos países de menor desarrollo económico relativo, los cuales generalmente presentan coeficientes de subsidio más elevados que los países de mayor desarrollo. No obstante, hay ocasiones en que respecto a los pasivos con los acreedores privados, particularmente con los bancos comerciales, ciertos países de mayor desarrollo tienen coeficientes de subsidio más elevados que el resto de los países latinoamericanos, lo cual se puede interpretar como un símbolo de una mejor capacidad de contratación financiera por parte de los países de mayor tamaño y desarrollo económico relativos.

Pero dado el peso comparativo de los pasivos con los acreedores oficiales y de las condiciones financieras más favorables de los mismos, el coeficiente de subsidio global de la deuda externa correspondiente a los países de mayor desarrollo económico relativo ha resultado ser significativamente menor que el de otros países latinoamericanos, de acuerdo con cálculos efectuados por el mismo Banco Interamericano de Desarrollo (BID). En igual forma se ha constatado en los últimos años una tendencia al endurecimiento progresivo de las condiciones financieras del financiamiento externo recibido por los países latinoamericanos, reflejada en la disminución del valor del elemento de subsidio de dichos países sobre todo a partir de 1972, tanto para los de mayor como los de menor desarrollo económico relativo. Aun más, en el último año se ha sentido la imposición de mayores barreras a las exportaciones latinoamericanas, con lo que la brecha comercial se ha incrementado.

De acuerdo con las estadísticas de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), los precios de los bienes manufacturados, que en esencia constituyen las principales importaciones latinoamericanas, en 1978 crecieron en 14.5 %, mientras que los precios de los bienes que exporta Latinoamérica, con excepción del petróleo, aumentaron sólo en un 5 %, razón por la cual la

mayoría de países de la región ha visto crecer el déficit de su balanza de pagos. A fin de acortar la brecha, los países han recurrido al endeudamiento externo, lo cual provoca un aumento del servicio de la deuda que está causando, no sin razón, gran preocupación.

De acuerdo con algunos expertos económicos latinoamericanos, gran parte de la deuda ha sido empleada en gastos superfluos, en lugar de haber sido destinada a inversiones productivas. Así piensan el Dr. Raúl Prebisch, fundador de la Comisión Económica para América Latina (CEPAL), y otros expertos latinoamericanos.³

A medida que aumenta el endeudamiento externo, el servicio por intereses y amortizaciones crece necesariamente, y por tanto el coeficiente del servicio de la deuda pública externa respecto al valor de las exportaciones también se incrementa.

En el caso de los países latinoamericanos este coeficiente ha crecido a partir de 1975. Sin embargo, la gran mayoría de los países dispone de amplios márgenes de capacidad de endeudamiento externo, cuya utilización eficiente dependerá de la capacidad de producción y del ahorro interno, así como de la tasa de crecimiento de la economía.

Cabe insistir que más que el monto absoluto de la deuda externa, lo que importa a los países es la carga de los intereses y las amortizaciones sobre la balanza de pagos. Aun si los niveles de la deuda externa fueran altos, no se puede considerar que su expansión sea desproporcionada si tomamos en cuenta el ritmo de desarrollo económico de los países. El endeudamiento no sólo debe garantizar el cumplimiento del servicio de la deuda, sino que debe de servir también al desarrollo efectivo del país tanto económico como social.

Uno de los peligros que algunos de los economistas ven en el progresivo endeudamiento externo es el de que los países deudores no tengan posibilidades de incrementar

³ Véase, "Latin America: quest for funds", *The Financial Times*, 11 de junio de 1979.

sus exportaciones a fin de pagar los crecientes intereses y amortizaciones, lo cual implica el hecho de que los países industrializados mantengan sus mercados abiertos a las exportaciones de los países en desarrollo, particularmente a las exportaciones de manufacturas, situación poco probable en los próximos años. Finalmente, señalaremos que aun si las condiciones externas no constituyen un fuerte obstáculo para los países en desarrollo, algunos de ellos pueden presentar condiciones internas que frenen el normal crecimiento de sus exportaciones y, por lo tanto, no garanticen un ingreso adecuado de divisas que pueda cerrar la brecha comercial.

A fin de aclarar la validez de esta preocupación relativa al excesivo endeudamiento externo conviene enfocar el problema desde el punto de vista del desarrollo económico.

Para ello podríamos referirnos a varios trabajos que han tratado el problema en los últimos tiempos y que permiten hacer tres tipos de análisis, o más bien considerar tres tipos de enfoques en el análisis del endeudamiento externo.

PRIMER ENFOQUE

Como un primer enfoque en el análisis consideraremos el modelo de las dos brechas, cuyos principales proponentes⁴ sostienen como supuesto básico el hecho de que los países en desarrollo tienen dos limitaciones en el proceso de crecimiento económico.

La primera limitación ocurre en las primeras etapas del desarrollo, cuando el ahorro interno es insuficiente. La segunda limitación es más bien estructural, en el sentido de que la estructura de la economía está determinada en tal forma que los bienes necesarios para el crecimiento sólo pueden obtenerse a través de un déficit en la balanza comercial que, como anteriormente indicamos, da lugar a la brecha comercial.

⁴ Véase H.E. Chenery y A.M. Strout, "Foreign assistance and economic development", *American Economic Review*, vol. LVI, nº 4, septiembre de 1966, pp. 679-733.

Este enfoque tiene dos modelos, uno a corto plazo y otro a largo plazo. Con el primero, Chenery-Strout logran calcular los requerimientos del ahorro y de las divisas necesarias para lograr una determinada tasa de crecimiento en una economía. Tanto la brecha del ahorro como la brecha comercial van a requerir de recursos externos para lograr cerrarla y poder obtener la tasa óptima de crecimiento.

El modelo a largo plazo, por otro lado, determina cómo se puede obtener un crecimiento más eficiente cuando la brecha comercial es mayor que la brecha del ahorro, y permite calcular las necesidades de recursos.

Conviene anotar que Chenery-Strout consideraron como no realista la sustitución entre el ahorro interno y el externo. Sin embargo, mantuvieron que a largo plazo el ahorro interno puede suplir al ahorro externo a través de la sustitución de importaciones. Es con respecto a este punto que Henry Bruton, principalmente, discrepa con Chenery-Strout y da origen a un segundo enfoque en el análisis del endeudamiento externo.⁵

SEGUNDO ENFOQUE

El segundo enfoque retoma la crítica de Henry Bruton sobre el análisis de las dos brechas. El aspecto esencial de este enfoque es el de que el endeudamiento externo genera las brechas en vez de cerrarlas y que la aceptación del modelo anotado puede impedir el desarrollo en lugar de facilitararlo.⁶

Esto se debe a que el endeudamiento externo provee los recursos necesarios para que la economía continúe funcionando aceptablemente sin que se eliminen las distorsiones

⁵ Véase J. Fei y G. Ranis, "Foreign assistance and economic development: comment", *American Economic Review*, vol. LVIII, nº 4, septiembre de 1968, pp. 897-910.

⁶ Véase H.J. Bruton, "The two gap approach to aid and development: comment", *American Economic Review*, vol. LIX, nº 3, junio de 1969, pp. 439-46.

o se cambie la estructura. La ayuda externa no sólo no alienta los cambios que deben hacerse, sino que también logra encubrir la asignación correcta de los recursos obtenidos.

Este enfoque pone énfasis especial en el manejo de la política económica, de tal forma que se corrigen los precios relativos de las importaciones y exportaciones, los cuales presionan sobre la escasez de divisas, contribuyendo así a resolver el problema de la brecha comercial.

TERCER ENFOQUE

El tercer enfoque pone énfasis en el ajuste de los precios relativos, tanto reales como financieros, con el objeto de liberar al sistema financiero.

Este enfoque es atribuible a algunos economistas, siendo los más destacados Edward Shaw y Ronald McKinnon. El poner énfasis en la liberación financiera quiere decir que el sector financiero puede contribuir a una disminución de la dependencia externa si los precios relativos, las tasas de interés y los tipos de cambio están expresados positivamente.

En algunas circunstancias el flujo de capitales del exterior llega a proporciones difíciles de absorber, a causa de los distorsionados o inadecuados niveles de los precios internos.⁷

Es difícil decir cuál enfoque es el más adecuado, puesto que se requiere de un estudio econométrico o estadístico en particular de cada país, dadas las circunstancias propias de cada economía. Asimismo, es menester recalcar que los tres enfoques tienen un punto de vista común que es el de que la administración de la deuda externa debe ser controlada a fin de que los recursos externos sean destinados a actividades productivas.

⁷ Véase Edward Shaw, *Financial deepening in economic development*, Oxford University Press, Londres, 1973.

EL CONTROL DEL ENDEUDAMIENTO EXTERNO⁸

En concordancia con la teoría económica, el flujo de capitales a largo plazo de los países con recursos abundantes a los países con recursos escasos se basa en que los primeros encuentran rendimientos elevados sobre sus préstamos de capital. En general, esto se podría traducir en un flujo de los recursos de las naciones desarrolladas a aquellas en proceso de desarrollo.

El flujo de capitales extranjeros establece una relación deudor-acreedor que a menudo indica el grado de desarrollo económico de los diferentes países. Esta relación deudor-acreedor no puede ser estática y por el contrario se aprecian en ella diferentes niveles como resultado de los cambios que se operan en el desarrollo económico de los países. Un país subdesarrollado podría, por ejemplo, iniciar su desarrollo con recursos externos, pues es claro y conocido que las divisas constituyen una fuente generadora importante del crecimiento. En este primer nivel, el país sería un prestatario cuya situación podría permanecer constante por algunos años, o quizá sufriendo modificaciones poco significativas. Esta situación podría calificarse como desfavorable en términos de la balanza de pagos en cuenta corriente, la cual aparece financiada por flujos de capitales a largo plazo.

Podría identificarse como una segunda etapa aquella en que el país considerado ha desarrollado el sector secundario de su economía. Si este sector permitiese generar ahorros financieros internos, la dependencia respecto del capital extranjero se podría reducir, lo cual determinaría que la tasa de interés del crédito, los dividendos y los plazos que definen la amortización fuesen menos inelásticos conforme la economía se desarrolla.

Un tercer nivel en la relación deudor-acreedor podría

⁸ Véase M.A. Flores, *El control del endeudamiento externo y las medidas de ajuste de la balanza de pagos*, Banco Central del Ecuador, 1978.

definirse como aquel en el cual el país hubiese generado suficiente ahorro interno que no sólo le permitiese pagar los intereses devengados por los recursos adquiridos con anterioridad, sino que también le posibilitase iniciar el pago del préstamo y al mismo tiempo favoreciese el surgimiento de pequeñas inversiones internas y, en algunos casos especiales, también externas en países de menor desarrollo. En este nivel es claro que el país debería registrar más o menos un estable superávit en su balanza de pagos en cuenta corriente.

Una cuarta etapa podría identificarse cuando existen altos niveles de ahorro financiero interno. Una característica importante podría encontrarse en la posibilidad de que se hubiesen eliminado o reducido sustancialmente los débitos, apareciendo concomitantemente un buen margen de inversiones en el exterior. Es comprensible, también en este caso, el que la balanza de pagos en cuenta corriente registrase saldos favorables.

Finalmente, una última etapa podría definirse cuando el ingreso generado por concepto de inversiones externas anteriores excediese al flujo corriente de capital. En esta etapa, el país encontraría en sus inversiones previas una importante fuente de desarrollo interno.

Formulado este pequeño margen referencial dentro del cual se establece la relación deudor-acreedor, conviene resaltar dos hechos fundamentales:

a) La necesidad de que en cualquier proceso de desarrollo y crecimiento económicos se favorezca la formación y captación del ahorro interno, a fin de financiar con recursos nacionales, en la medida de lo posible, el desarrollo del país. Esto no sólo logran robustecer la economía como un proceso derivado de la acumulación del capital y la inversión, sino que permitirá evitar caer en niveles excesivos de endeudamiento externo que resultan peligrosos en los países en desarrollo, especialmente cuando éstos utilizan dichos recursos para financiar gastos corrientes.

b) La sana intención anterior se ve debilitada y prácticamente anulada si tomamos en cuenta que en ocasiones los países en desarrollo cuentan con suficiente ahorro financiero interno que les permite solucionar cierto tipo de problemas, pero en virtud de que sus monedas no son aceptadas en el mercado internacional, las transacciones comerciales que realizan deben ser efectuadas en divisas, generalmente dólares de Estados Unidos, beneficiando implícitamente a aquellos países que poseen o cuentan con enormes reservas monetarias. Este hecho determina con una mayor agudeza la necesidad de los países en desarrollo de contar con un volumen suficiente de divisas que les permita continuar con su proceso de crecimiento en condiciones adecuadas. Muchas veces incluso la posibilidad de nuevas inversiones depende de la existencia y/o disponibilidad de recursos financieros en moneda extranjera. A esto último hay que agregar el generalizado y peligroso crecimiento acelerado de las importaciones de los países en desarrollo, frente a sus bajos niveles de reservas monetarias internacionales que no justifican tal actitud.

Ya se anotó anteriormente que a fin de que los países en desarrollo incrementen el volumen de sus divisas existen tres posibilidades que podrían considerarse como principales:

- a) ampliar sus exportaciones,
- b) reducir sus importaciones y
- c) recurrir al crédito externo.

Si éstos son los criterios, resulta obvio y sensato que los países en desarrollo básicamente deben ejercitar políticas restrictivas en relación con los elevados montos de divisas que consagran a la importación, al mismo tiempo que necesitan favorecer el crecimiento de sus exportaciones.

Desgraciadamente algunos países parecen fracasar en este intento a causa de las desfavorables estructuras internas

con que cuentan, en donde, entre otras cosas, el efecto demostración alcanza márgenes insospechados. No es desconocido también que los países pobres al verse afectados por las políticas internacionales de las naciones ricas no han podido colocar con regularidad sus productos en los mercados desarrollados. Es una realidad que los países industrializados no abren más ampliamente sus mercados y, aunque por muchos años los países en proceso de desarrollo han venido reclamando un tratamiento diferente, parece claro que son las naciones ricas las que en última instancia definirán el mayor o menor grado de apertura de sus mercados dependiendo de si les resulta conveniente o no a sus intereses. Ya se anotó anteriormente el criterio del Dr. Raúl Prebisch y otros economistas de la región latinoamericana al respecto.

En cuanto a la posibilidad de que los países en vías de desarrollo reduzcan sus importaciones, la tendencia que se observa, así como el alto nivel de dependencia respecto a las economías desarrolladas, parece establecer dicha posibilidad como muy poco probable de cristalizarse significativamente aun a mediano plazo.

Todos los hechos anteriores obstaculizan en muchos casos, al menos en las condiciones actuales, la consecución de la fórmula más viable de crecimiento para una nación en desarrollo, que establece un ahorro e inversión no menor del 10 % al 12 % de su ingreso nacional. Ésta es una de las condiciones de despegue señaladas por el profesor W.W. Rostow, y que llevara al profesor W.A. Lewis a manifestar que:

El problema central en la teoría del crecimiento económico es entender el proceso por el cual una comunidad logra pasar de un nivel de ahorro del 5 % a otro del 12 %, con todos los cambios en actitudes, en instituciones y en técnicas que acompañan esta conversión.⁹

⁹ Véase W.A. Lewis, *Theory of economic growth*, George Allen and Unwin, Ltd., Londres, 1959, pp. 225-26.

En cuanto a la tercera posibilidad, es decir aquella que considera al endeudamiento externo como un medio que permite captar divisas que coadyuven al crecimiento y desarrollo interno, es necesario definir algunos posibles indicadores a objeto de determinar la administración y volumen de dicho endeudamiento.

POSIBLES INDICADORES DEL ENDEUDAMIENTO EXTERNO

No se han definido con claridad los límites dentro de los cuales un país ha de establecer sus márgenes de endeudamiento, y éstos más bien parecen ser una función del crecimiento general de la economía. Sin embargo, algunas variables parecen estar a definir, con mayor eficacia que otras, la capacidad de endeudamiento de los países en desarrollo en condiciones compatibles con un crecimiento económico favorable. Para el efecto se tomarán en cuenta para el análisis las notas que sobre el tema ha elaborado el Fondo Monetario Internacional (FMI).¹⁰

RAZÓN MARGINAL CAPITAL PRODUCTO (RMCP)

Esta relación intenta cuantificar el efecto del capital sobre el PNB. La teoría macroeconómica nos enseña que los cambios en la cantidad de dinero, a través de un mecanismo de transmisión para algunos más sofisticado que para otros, afectan al PNB generado por la economía.

El indicador RMCP mide básicamente la productividad del capital al tratar de cuantificar los efectos que sobre el PNB produce dicho capital. Un coeficiente elevado será señal de una productividad alta del capital, misma que debe cotejarse con la tasa de interés que se pagará por el crédito obtenido, a fin de valorar o ponderar la conveniencia de recurrir al endeudamiento. Es evidente que si la

¹⁰ Véase FMI, *Problemas de deuda exterior en los países en desarrollo*, Washington (D.C.), 1974.

RMCP es menor que la tasa de interés efectiva del crédito, éste no deberá concretarse.

Cabe destacar que si bien la RMCP es un coeficiente muchas veces considerado en los análisis de deuda, por otro lado es limitada en cuanto no considera que en el proceso productivo además del capital intervienen otros factores que afectan al PNB como son la capacitación, la tecnología, las situaciones coyunturales, las variables aleatorias, etcétera.

COSTO MEDIO DE LOS RECURSOS EXTERIORES

El costo medio de los recursos exteriores se define por la relación de los pagos de intereses y de la transferencia de las utilidades a la deuda corriente (comprendidas las inversiones directas).¹¹

Este coeficiente que es básicamente una razón del costo y del beneficio pretende cuantificar los costos derivados de la deuda con la productividad del capital. Como en el caso anterior, si los costos producidos por la deuda exceden sus beneficios, cuantificados globalmente, la deuda o el empréstito no deberá efectuarse, sino hasta que el valor de la utilización de los fondos exteriores se localice por debajo de la RMCP.

RAZÓN DEL SERVICIO DE LA DEUDA (RSD)

La razón del servicio de la deuda se define entre el servicio de la deuda (amortización y pagos de interés) y las exportaciones corrientes de bienes y servicios.¹²

Este indicador trata de medir la parte que de las exportaciones corrientes se destina al reembolso de la deuda en ausencia de flujos brutos. Se ha establecido que en la medida en que las exportaciones corrientes se incrementan, los cupos de endeudamiento también se pueden aumentar.

¹¹ *Ibid.*

¹² *Ibid.*

Es importante considerar que la RSD no se encuentra definida entre máximos y mínimos, y que más bien su fluctuación depende del desarrollo de la situación económica del país que se considere.

En el análisis de la RSD deben tenerse en cuenta dos elementos: la relación entre el ingreso de los factores extranjeros y las exportaciones, y la relación entre las amortizaciones y las exportaciones. El primero mide el costo corriente (pagos de interés) del endeudamiento externo como porcentaje de los recursos exteriores disponibles. Cuando esta relación es baja, al mismo tiempo que el costo de los recursos exteriores es reducido, generalmente no hay ningún problema en materia de deuda externa. La relación entre la amortización y la exportación ofrece una medida normal de los flujos necesarios para que el flujo neto no sea negativo.¹³

RAZÓN AMORTIZACIÓN/DEUDA NO AMORTIZADA

Esta razón es básicamente un indicador del plazo de amortización de la deuda. Un coeficiente elevado significa que el plazo de vencimiento de la deuda es bastante cercano. Esto último es importante a fin de mantener a niveles adecuados el endeudamiento externo para que permita incentivar el crecimiento y desarrollo económicos del país.

RAZÓN INTERÉS DE LA DEUDA PÚBLICA/INGRESOS

Si se proyectan niveles de ingreso, esta relación permite valorar los problemas de tipo presupuestario que podrían presentarse. Indudablemente los valores del ingreso proyectados serán los que determinen esta relación y los que ofrezcan la posibilidad, así como también la conveniencia o no, de concretar nuevas deudas, ampliar los plazos, etcétera.

¹³ *Ibid.*

OTROS INDICADORES

Se pueden mencionar también a:

- a) El pnb per cápita, tanto su nivel como su tasa de crecimiento. Un valor elevado en uno u otro de estos dos casos haría menos agudos los problemas de bajo rendimiento de las inversiones o de la porción relativamente alta de los fondos externos que ha sido consagrada al consumo.
- b) La relación entre los flujos brutos y la importación, que mide las repercusiones que produciría un freno total de los flujos sobre la importación.
- c) Las tasas de aumento de las reservas, que muestran la medida en que un país puede hacer frente a los problemas de balanza de pagos a corto plazo.
- d) La relación entre las exportaciones y el pnb, que señala la apertura de la economía y su capacidad eventual de asegurar un correcto servicio de la deuda externa en el futuro.

Como se anotó anteriormente los márgenes de endeudamiento de un país no han sido difundidos con claridad, pues la fijación de los límites de endeudamiento está sujeta o depende de variables tan importantes como es el crecimiento económico de un país. Sin embargo, el financiamiento proveniente del exterior deberá ser considerado siempre como un recurso complementario para la aceleración del desarrollo.

Todo país está en capacidad de lograr una tasa de crecimiento mediante la utilización de su ahorro. Aun más, esta tasa de crecimiento puede lograrse y/o acelerarse mediante la utilización de recursos adicionales proporcionados por el financiamiento externo (por ejemplo, préstamos, inversiones directas y donaciones). Empero, la política de endeudamiento deberá guiarse por los indicadores anotados anteriormente, puesto que si se sustituye totalmente al ahorro interno por los fondos externos se estaría asumiendo

una actitud peligrosa, cuyos efectos se reflejarían en una inversión distorsionada que frenaría la verdadera capacidad de inversión nacional.

II. MECANISMOS FINANCIEROS DE REDUCCION DE DEUDA

II. EVALUACION DE LA LISTA DE OPCIONES

Ya casi no se discute que la solución de la crisis latinoamericana y caribeña debe necesariamente basarse a la vez en una reestructuración económica de los países deudores, para fomentar un tipo de economía más abierta y más competitiva en el plano internacional, y en la disponibilidad de un financiamiento externo adecuado para apoyar tal proceso. Sin embargo, y lamentablemente, la lista de opciones del mercado de la estrategia internacional de gestión del endeudamiento no aborda en forma adecuada el problema de las reformas estructurales y de su financiamiento.

1. La lista de opciones del mercado es básicamente una lista de los acreedores

Como ya se dijo, la lista de opciones surgió de los esfuerzos de los bancos para eximirse de participar en los nuevos créditos auspiciados por la estrategia internacional de gestión de la deuda, y corresponde a los objetivos propios de la banca, que son de carácter comercial.⁴⁹ Cabe suponer que se ajusta relativamente bien a los intereses inmediatos de ésta. No corren la misma suerte, en cambio, los intereses de los países deudores.

La estrategia internacional de gestión de la deuda, en un principio, ubicó a cientos de bancos acreedores dentro de un solo mecanismo homogéneo: reprogramación con préstamos no voluntarios. Dicha táctica no tomaba en cuenta la heterogeneidad existente entre los bancos. Estos compiten entre sí, expresan distintos objetivos comerciales, tienen diversos grados de compromiso en América Latina y el Caribe y están sujetos a medios bancarios con diferentes reglamentaciones. En consecuencia, sólo podían mantenerse voluntariamente dentro del mecanismo oficial por un tiempo muy limitado. En este sentido, cabe reconocer que el planteamiento de la lista de opciones tiene aspectos positivos,

por cuanto los bancos acreedores gozan de mayor libertad para llevar adelante las opciones más acordes a sus preferencias comerciales de desarrollo de carteras. En efecto, cada banco puede elegir mejor su propia combinación de instrumentos y establecer el curso temporal más conveniente entre ellos. La lista es, por lo tanto, un buen mecanismo para el ajuste de las carteras.

Tampoco deja de tener cierta seducción para los deudores. Ante la lista, los países de la región siempre han encontrado algo atractivo que escoger. Diversas formas de conversión de la deuda en capital han interesado a los gobiernos: casi todos los países con deuda externa han creado o están creando algún tipo de programa en este sentido.⁵⁰

No obstante, la lista de opciones del mercado no tiene las mismas virtudes en lo que se refiere al fundamental tema macroeconómico del apoyo financiero al crecimiento y la reestructuración económica en América Latina y el Caribe. De hecho, presenta la misma deficiencia básica que se apreciaba en las anteriores etapas de la crisis del endeudamiento: el funcionamiento cotidiano de un programa internacional multilateral de gestión del endeudamiento sigue estando muy subordinado al objetivo de un ajuste ordenado de carteras financieras privadas. La fase inicial estuvo demasiado determinada por el intento de evitar pérdidas contables en el sistema financiero internacional mediante reprogramaciones en condiciones comerciales y nuevos créditos. La más reciente se orienta ahora principalmente a un ajuste gradual del valor de los activos bancarios y a una mayor diversificación del riesgo mediante planes que contemplan la conversión de deuda en capital y en valores. Sigue siendo un elemento pasivo y residual, en la óptica del proceso, la cuestión macroeconómica del mejoramiento de la capacidad de pago de los países deudores. En este sentido, la lista de opciones del mercado es básicamente una lista de los acreedores privados.

2. La deficiencia de la lista de opciones de mercado

La recuperación de la capacidad de pago de las economías de América Latina y el Caribe pasa por una profunda reforma socioeconómica. Para llevar a cabo una reforma estructural orientada hacia el mercado, sin embargo, se precisa contar con acceso predecible a montos adecuados de financiamiento externo a través de canales habituales. Hay razones tanto políticas como económicas para justificar la necesidad de un nivel sostenido de

financiamiento. Por una parte, los costos de las reformas pueden absorberse mejor, políticamente hablando, si se encuentran atenuados por los efectos del crecimiento económico. Por otra, una reforma profunda significa una considerable inversión en capital humano y fijo, con miras a elevar la producción hasta niveles compatibles con la competencia internacional. También es importante un nivel sostenido de financiamiento para reducir las incertidumbres y estimular la participación del sector privado, lo que incluye la repatriación de capitales enviados al extranjero. Sin suficiente apoyo financiero, los esfuerzos de reforma estructural, por heroicos que sean, corren el riesgo de frustrarse a causa de las transferencias de recursos nacionales al exterior para el servicio de deudas.

A través de su mecanismo de distribución de los riesgos, que es el incumplimiento, la solución clásica de libre mercado puede liberar gran cantidad de recursos. Según lo indica la historia, este mecanismo ha permitido a los países deudores mantener ciertos niveles de producto interno bruto incluso durante una crisis de endeudamiento; de acuerdo con los datos existentes, América Latina y el Caribe parece haber perdido relativamente poco en términos de niveles de producto real con posterioridad a 1929.⁵¹ Sin embargo, los efectos de los incumplimientos sistémicos sobre la producción, el comercio y las finanzas mundiales también redujeron muchísimo los canales de comunicación entre los países deudores y el mundo externo, lo que indujo a los primeros a un desarrollo muy orientado hacia adentro, en muchos casos con grave detrimento de la eficiencia económica. Una adecuada estrategia internacional de gestión de la deuda, en cambio, brinda la oportunidad de afianzar en los países deudores un estilo de crecimiento capaz de aumentar la eficiencia económica, y con ella la capacidad de servir las deudas. El planteamiento de la lista de opciones de mercado, lamentablemente, no promete liberar recursos suficientes como para fomentar un adecuado crecimiento en la región, ni tampoco reformas estructurales sostenidas.

La lista de opciones se basa en las respuestas "voluntarias" del mercado. No obstante, el mercado internacional de créditos se encuentra en la fase descendente de un ajuste de carteras. Dicho ajuste al exceso de deuda en América Latina y el Caribe promete ser dolorosamente lento, especialmente porque la estrategia internacional de gestión del endeudamiento tiene por principal objetivo proteger artificialmente las carteras de las valoraciones del mercado. En consecuencia, el monto del financiamiento que la lista puede liberar en el corto plazo probablemente sea inferior al

necesario para afianzar el crecimiento y la reestructuración en la región. Esta conclusión se basa en el examen de los diversos instrumentos contenidos en la lista de opciones de mercado.

a) *Nuevos préstamos bancarios*

Es evidente que no se perfilan en el horizonte montos considerables de préstamos voluntarios para América Latina y el Caribe. Muchos bancos pequeños o de carácter regional han desplazado sus carteras hacia mercados internos más seguros. Lo mismo ha sucedido con los grandes bancos, aunque en grado muy inferior, dado su prolongado compromiso con el mercado internacional. Con todo, estas últimas instituciones han establecido plazos para reducir considerablemente la relación entre su capital y los créditos a los países deudores con problemas de pago.⁵² De acuerdo con supuestos favorables para los bancos en cuanto al aumento anual de su capital (12%) y a reducciones absolutas de sus compromisos en los países problemáticos considerados en el Plan Baker (5%), dicha relación seguiría siendo alta a fines de 1990 (63%). En consecuencia, y salvo un mejoramiento de las perspectivas globales de la economía, en el próximo decenio se mantendrían las presiones tendientes a seguir reduciendo tal cifra.⁵³ Como dijo recientemente una autoridad bancaria, en las actuales circunstancias hay escasas perspectivas de considerables préstamos futuros voluntarios de mediano plazo por parte de los bancos comerciales, cualesquiera sean las circunstancias.⁵⁴

Tal conclusión no depende tampoco de los esfuerzos de los deudores por hacerse más solventes. Como ya se dijo, los mercados de crédito no han dado una respuesta favorable ante los avances objetivos de los países deudores en el proceso de ajuste, lo que corresponde exactamente a la experiencia de los mercados financieros privados a lo largo de su historia. En efecto, al plantearse una dificultad sistémica de pagos, tiende a producirse en los mercados un fenómeno de "aversión". Así, el volumen de los créditos se paraliza por un "problema de vecindad": deudores "buenos" y deudores "malos", por su proximidad, entran en una sola categoría.⁵⁵ Por ejemplo, Argentina fue el único país sudamericano que cumplió en los años treinta con el servicio de su deuda;⁵⁶ sin embargo, su acceso al crédito fue tan limitado como el de los demás países. Colombia no ha tenido en los años ochenta un problema propiamente tal de endeudamiento; no obstante, ha sufrido grandes frustraciones al intentar obtener créditos de consorcio realmente voluntarios.⁵⁷ También es importante observar

que anteriormente los incumplimientos han sido seguidos por treinta años de escaso acceso al crédito privado.⁵⁸ América Latina y el Caribe, aunque no ha incurrido en incumplimientos de derecho, ha estado en gran medida en situación de incumplimiento de hecho a partir de 1982.

En los ámbitos del comercio exterior y del financiamiento de proyectos, las perspectivas de préstamos voluntarios son mejores. Los créditos comerciales para financiar el comercio exterior son relativamente seguros y sumamente rentables para los bancos, por lo que incluso se otorgan a los países en situación de incumplimiento. No obstante, son de muy corto plazo. El financiamiento de proyectos de mediano plazo, por su parte, podría resultar atractivo para los bancos en el caso de ciertas iniciativas capaces de generar divisas, donde se les permitiera una injerencia directa o indirecta en el flujo de caja de su inversión. Los acuerdos necesarios, sin embargo, pueden ser difíciles y en algunos casos políticamente inaceptables para los gobiernos. Cabe observar además que muchos países tendrían dificultades para formular un adecuado número de proyectos rentables, especialmente por las estrictas limitaciones fiscales que afectan al sector público. En consecuencia, el financiamiento de proyectos no puede garantizar una masa crítica de flujos financieros permanentes, al menos hasta que los países se encuentren en un sostenido proceso de crecimiento económico.

En lo que respecta a préstamos bancarios no voluntarios de mediano plazo, se ha dicho ya que la participación en ese tipo de programas ha ido perdiendo rápidamente todo su atractivo para los bancos. Son pocos los grandes países prestatarios que todavía tienen capacidad técnica como para obligar a los bancos a otorgarles nuevos créditos. Incluso para ellos las posibilidades van reduciéndose en la medida que los bancos aumentan sus reservas, en prevención de posibles pérdidas sobre sus préstamos.

b) *Conversiones de la deuda en capital*

En los últimos dos años se ha prestado enorme atención a las conversiones de deuda en capital, las que sin duda tienen un lugar preferente entre las opciones de la lista de mercado. Dichas conversiones se originan en la prolongada crisis de la región, y en el consiguiente interés de los bancos por convertir sus préstamos en otros activos, entre ellos dinero en efectivo.

Las operaciones de conversión han aumentado considerablemente durante los últimos años. Se trata de transacciones confidenciales y sumamente personalizadas, lo que hace difícil cuantificar su volumen. No obstante, las estimaciones extraoficiales de las operaciones en este mercado secundario emergente alcanzan hasta los 10 o 12 000 millones de dólares para 1987, aunque suele haber gran cantidad de transacciones que se contabilizan más de una vez.⁵⁹ La demanda no ha estado a la altura de los títulos circulantes, por lo que ha aumentado mucho el porcentaje de descuento: a fines de 1987, la mayor parte de los préstamos latinoamericanos se transaban a 50% o menos de su valor nominal. (Véase el cuadro 7.)

Los descuentos han estimulado planes de conversión de la deuda en inversiones dentro del país deudor. Es característica la transacción de una empresa transnacional, que adquiere un préstamo con descuento en el mercado secundario y luego lo convierte en moneda del país deudor a su valor de paridad, o al menos a un valor superior al registrado en el momento de la compra. Si los préstamos de un país determinado circulan con un 50% de descuento, las empresas podrían invertir un dólar en dicho país gastando incluso un mínimo de 50 centavos. Los bancos no sólo venden estos títulos sino que también los compran, por lo que podrían participar en las transacciones; sin embargo, su tendencia es a soslayar el mercado secundario y convertir directamente en capital sus propios préstamos, con lo que se evitan los altos costos del descuento.

Como se dijo antes, casi todos los países con grandes montos de deuda comercial han auspiciado oficialmente planes para la conversión de su deuda en capital. (Véase el cuadro 8.) Se ha estimado que hasta mediados de 1987 6 000 millones de dólares en deuda externa se han convertido a moneda nacional de países latinoamericanos.⁶⁰ Parte importante de esta cifra se ha transformado en inversiones en el capital social de empresas. Algunos recursos se han dirigido incluso a planes para proteger el medio ambiente del país deudor; son las operaciones llamadas de conversión de la deuda en fondos benéficos.⁶¹

El debate sobre la utilidad de la conversión de la deuda en capital ha sido muy animado. Bancos comerciales, bancos de inversión y gobiernos de países acreedores generalmente muestran mucho entusiasmo, considerando que trae beneficios a todas las partes. Los bancos reducen sus compromisos. Los bancos de inversión ganan comisiones muy atractivas sobre los negocios que

Cuadro 7

VALOR DE MERCADO DE LOS PAGARES DE LA DEUDA EXTERNA, POR PAISES

(100 - valor nominal)

País	1985					1986					1987							
	Junio	Enero	Junio	Diciembre	Febrero	Marzo	Mayo	Agosto	Octubre	Junio	Enero	Junio	Diciembre	Febrero	Marzo	Mayo	Agosto	Octubre
Argentina	60-65	62-66	63-67	62-66	62-65	63	58	43	35									
Bolivia	...	...	7	...	...	55-10	11-13	14	8									
Brasil	75-81	75-81	73-76	74-77	73-75	45	62	40	40									
Costa Rica	...	...	...	40	...	68	71-72	61	51									
Chile	65-69	65-69	64-67	65-68	68	...	...	...	74									
Colombia	81-83	82-84	80-82	80-82	...	62	50	36	30									
Ecuador	65-70	68-71	63-66	63-65	...	58	58	50	50									
México	80-82	69-73	55-59	54-57	56-58	...	14	12	5									
Perú	45-50	25-30	17-23	16-19	16-19	...	...	67	63									
Uruguay	...	...	64	...	...	72	72-75	63	50									
Venezuela	81-83	80-82	75-78	72-74	72-74	72	72-75	63	50									

Fuente: Eugenio Labera. "La conversión de la deuda externa: antecedentes, evolución y perspectivas" CEPAL, Proyecto PNUD/CEPAL "Financiamiento del desarrollo", Santiago de Chile, CEPAL, Septiembre de 1987 y Salomon Brothers, "International Loan Trading" High Yield Department, October 19, 1987.

Cuadro 8

**CARACTERISTICAS DE LOS PROGRAMAS DE CONVERSION DE LA DEUDA EXTERNA
EN CAPITAL EN ALGUNOS PAISES**

	Argentina	Brasil	Costa Rica	Chile	Ecuador	Filipinas	México	Venezuela
ASPECTOS GENERALES								
Fecha de inicio del programa	Mayo 1987	Diciembre 1982- junio 1984	Agosto 1986	Mayo 1985	Diciembre 1986	Agosto 1986	Abril 1986	Abril 1987
Tipo de deuda convertible	Pública Capital	Pública Privada Capital	Pública Privada Capital	Pública Privada Capital	Privada Capital	Pública Privada Capital e intereses	Pública Capital	Pública Privada Capital
Usos aceptados para los fondos en moneda del país	Inversión Eventual pago de deuda local	Inversión	Inversión	Inversión-Pago de deuda local-Otros	Inversión	inversión	Inversión-Pago de deuda local	Inversión-Pago de deudas locales
Quiénes pueden operar con el programa	Bancos, Ets empresas	Bancos, Ets	Bancos, Ets, empre- sas y personas	Bancos, Ets, empre- sas, personas jurídi- cas y naturales. Nacionales en el Capítulo XVIII	Bancos, Ets, empre- sas, personas	Bancos, Ets, empre- sas y personas. Nacionales y extran- jeras	Bancos, Ets, perso- nas	Bancos, Ets empre- sas
Existencias de monto máximo del programa	US\$2 000 millo- nes en 5 años	No	No	US\$2 000- US\$4 000	US\$1 346 millo- nes	US\$6 000 millo- nes	US\$1 600 millo- nes	No
ASPECTOS OPERATIVOS								
Existencia de cupos temporales	Si	No	No	Si	No	No	Si	No
Posibilidades de blan- quear capital	No	No	...	Si	Si	...	No	Si

(Cuadro 8 conclusión)

Tipo de cambio utilizado	Cierre comprador. Banco Central	Oficial	Oficial	Dólar	Oficial	Oficial	Oficial	Bs. 14.5
Medio de pago Banco Central	Australes	Cruzados	Bonos	Pesos o bonos	...	...	Pesos	Bolívares o bonos
Precio de cambio	100%	100%	Hasta 70%	100%	100%	100%	70% - 100%	100%
CONDICIONES								
Existencia de sectores prioritarios de inversión	Si	No	Si	No	No	Si	Si	Si
Posibilidad de comprar activos existentes	No	Si	Si	Si	No	Si	Si	Si
Aplicabilidad de las normas de inversión extranjera	Si	Si	...	No	Si	...	No	Si
Necesidad de tener fondos adicionales	Si	No	No	No	No	Limitada	No	No
Condiciones especiales de remisión de utilidades	No por 4 años	Sin límites	Sin límites	No por 4 años	No por 4 años	Sin restricciones en sectores prioritarios. No por 4 años en los demás	Por 5 años debe ser inferior a	No más de 10% por 3 años
Condiciones de repatriación del capital	No por 10 años	No puede ser período inferior a la deuda original	No puede ser período inferior a la deuda original	No por 10 años	No por 12 años	No por 3 años en prioritarios y 5 años en no prioritarios	No por 12 años	No por 5 años. Los 8 subsiguientes no más de 12.5%
Posibilidad de operar en el mercado accionario	No	No	No	Si	No	Si	No	Si

Fuente: Eugenio Lahera, *La conversión de la deuda externa: antecedentes, evolución y perspectivas*, Proyecto PNUD/CEPAL "Financiamiento del desarrollo", CEPAL, septiembre de 1987.

organizan. Los gobiernos acreedores tienen menor acumulación de deudas en sus sistemas financieros. Los países deudores disminuyen su deuda externa, ahorran en los pagos de intereses y supuestamente reciben una inversión externa dinámica. Todo ello a su vez mejora su situación de solvencia y adelanta la fecha en que de nuevo podrían acceder a los mercados privados de crédito.

Es evidente que los países deudores ven también ciertas ventajas a la conversión de la deuda en capital; de lo contrario, no auspiciarían oficialmente programas en este sentido. Sin embargo, en ciertos círculos vinculados al desarrollo se han expresado preocupaciones acerca de dichos programas, por los efectos que pueden tener sobre el control monetario, el manejo del tipo de cambio, las tasas internas de interés, la estructura industrial del país, la balanza de pagos en el largo plazo y la soberanía nacional.⁶²

En todo caso, lo que interesa aquí es la utilidad de los planes de conversión de la deuda en cuanto instrumento macroeconómico para financiar el crecimiento y la reestructuración en América Latina y el Caribe. En este aspecto, su contribución en un futuro inmediato no será decisiva. El problema radica en los límites que imponen al volumen absoluto ciertos factores tanto de oferta como de demanda.

Como ya se ha dicho, los préstamos de países en desarrollo que se transan en fases ascendentes en el mercado secundario se estiman en alrededor de 10 000 millones de dólares anuales. La cifra sin duda aumentará en los próximos años. Sin embargo, su incremento tendría que ser muy rápido y muy espectacular para liberar montos considerables de nuevo financiamiento. Un ejemplo: si se supusiera (exageradamente) que los 10 000 millones de dólares transados anualmente no han sido contabilizados más de una vez y que son en su totalidad deuda latinoamericana y caribeña convertida, este hecho por sí sólo no aportaría nuevo financiamiento neto, por cuanto la región actualmente no está amortizando sus obligaciones.⁶³ Desde el punto de vista del flujo de fondos, el ahorro sólo corresponde a pagos inferiores por concepto de intereses.⁶⁴ Si la tasa de interés fuera del 10%, la eliminación de esa cantidad de deuda disminuiría dichos pagos en mil millones de dólares, cifra que corresponde a menos de una vigésima parte de las necesidades anuales estimadas de financiamiento para la región.⁶⁵ Los resultados pueden ser más significativos para países determinados, puesto que la mayor parte de las operaciones de conversión se concentra en unos pocos de ellos.

Además, los préstamos disponibles para conversión sólo pueden tener un aumento gradual. Por una parte, las reservas de los bancos para cubrir pérdidas por préstamos en los países deudores son considerablemente inferiores a los descuentos en los mercados secundarios,⁶⁶ por lo que estas instituciones no se encuentran financieramente en condiciones de deshacerse más que de una pequeña proporción de sus carteras de préstamos.⁶⁷ Por otra parte, las oportunidades de inversión no son fáciles de identificar, sobre todo tratándose de países de bajo desarrollo económico y de precaria solvencia externa. También es posible que los bancos se resistan a una gran liquidación de sus préstamos problemáticos, pensando que, mientras más tiempo los mantengan, mayores serán las posibilidades de que los costos sean compartidos por los contribuyentes.⁶⁸ Más aún, la capacidad del país para absorber conversiones de deuda a capital tiene anualmente ciertos límites, aunque más no sea por aspectos técnicos de control monetario, estabilidad del tipo de cambio y otros. Chile, cuyo programa de conversiones es sin duda el más liberal de la región, ha logrado retirar 2 600 millones de dólares de deuda en alrededor de treinta meses. A una tasa de interés del 10%, el ahorro asciende a 260 millones de dólares, y se neutraliza en parte por una corriente futura de remesas de utilidades. Si bien la cifra es importante, resulta de mucho menos significación al considerar que los pagos anuales a los bancos por concepto de intereses ascienden a alrededor de 1 400 millones de dólares (siempre suponiendo un interés del 10%). Además, si un país prefiriera tener un papel más activo en la orientación de las inversiones hacia determinados sectores, los efectos relativos del programa de conversión serían proporcionalmente menores en el corto plazo.

En síntesis, hay muchos argumentos a favor y en contra de la conversión de la deuda en capital. No obstante, esta posibilidad de la lista de opciones debe considerarse básicamente como un mecanismo de fomento de la nueva inversión extranjera. Su aporte macroeconómico al financiamiento de la balanza de pagos es ciertamente una de sus dimensiones de menor importancia. Tal como lo indicó la reciente investigación del Grupo de los Treinta, las limitaciones inherentes al mercado de la conversión de deuda en capital implican que es improbable que dicho mercado adquiera un tamaño suficiente como para reemplazar otras fuentes de financiamiento. A medida que el mercado crece, además, es posible que aumenten en forma todavía más rápida los efectos negativos potenciales del proceso, según señaló ese mismo Grupo.⁶⁹

c) *La conversión de la deuda en valores*

Tras un entusiasta comienzo, la mayoría de los banqueros ahora reconocen que la conversión de la deuda en capital no es, como antes pensaron, la panacea para la crisis de la deuda. Junto con volverse más realistas las expectativas respecto de dicha conversión, un nuevo instrumento se ha planteado como la gran solución de mercado para la crisis: la conversión de la deuda en valores. Como es natural, éste ocupa también un lugar destacado en la lista de opciones del mercado.

En los países deudores existe, por lo demás, un interés manifiesto por la conversión de la deuda en valores. A principios de 1987, Argentina ofreció a algunos de sus acreedores bonos de salida como sustituto de su participación en programas de renegociación y obtención de nuevos recursos. Por su parte, más avanzado el año, Brasil proponía que una parte considerable de su deuda externa se convirtiera en bonos.⁷⁰ También ésta fue la base de una innovadora conversión de la deuda en valores anunciada por México a fines de 1987. Los valores estarían garantizados por bonos sin intereses (de cupón cero) de la Tesorería de los Estados Unidos.

La ventaja que tiene para los deudores la conversión en valores es que sus obligaciones podrían transformarse en un nuevo instrumento que: i) no requeriría renegociaciones anuales, y ii) tendría una tasa de interés fija y predecible. En cuanto a los acreedores, recibirían un instrumento que les permitiría eliminar de su balance los préstamos problemáticos; además, los valores pueden ser más negociables que un préstamo.⁷¹ Asimismo, los valores pueden alcanzar prioridad sobre la deuda anterior en cuanto a su acceso al flujo de fondos de un deudor. Con ello se han suscitado expectativas de que los bonos podrían ser un instrumento efectivo para que los deudores logren obtener nuevos recursos.⁷²

Es indudablemente provechoso explorar las posibilidades de convertir en valores el financiamiento y la deuda de los países de menor desarrollo. De hecho, los bonos han sido tradicionalmente la fuente principal de financiamiento externo del desarrollo; en este sentido, fue un fenómeno nuevo la gran expansión bancaria hacia la periferia durante el decenio de 1970. Además, en los últimos años el crecimiento del crédito internacional se ha concentrado en los mercados de bonos. (Véase el cuadro 9.) Sin embargo, un examen más acucioso permite advertir que existen serias limitaciones para la captación de grandes sumas de financiamiento voluntario para América Latina y el Caribe mediante este instrumento.

i) *Bonos por concepto de nuevos recursos.* Como se indica en el cuadro 9, el mercado de bonos internacionales es tan grande como el mercado de préstamos bancarios. Si el mercado de bonos pudiera aprovecharse para satisfacer las necesidades de nuevos recursos, la región diversificaría sus acreedores, con lo que las severas restricciones del mercado bancario desorganizarían menos el proceso de reestructuración económica. El hecho de que los bonos por concepto de nuevos recursos puedan disfrutar de prioridad sobre los préstamos anteriores ofrece también atractivos potenciales para los acreedores, porque los portadores de bonos, presumiblemente, tendrían acceso en primer lugar a las divisas disponibles para servir la deuda externa de la región. Por ejemplo, supóngase una tasa de interés de 10% sobre la deuda externa de un país, y un refinanciamiento a tres años de la mitad de los pagos de intereses venideros mediante nuevas emisiones de bonos; en tal caso, el monto de las nuevas obligaciones prioritarias sólo sería ligeramente superior al 15% de la obligación pendiente original. Por tanto, es posible que los presuntos acreedores consideraran esa emisión como una transacción segura.

Sin embargo, los mercados de bonos no son de fácil acceso para América Latina y el Caribe, porque el grueso de las transacciones en dichos mercados se efectúa con prestatarios de máxima solvencia.⁷³ Incluso a fines de la década de 1970, cuando la imagen de solvencia de los países en desarrollo estaba en su punto más alto, y, por ende, éstos tenían facilísimo acceso a los mercados de crédito privados, no había buena acogida para ellos entre los tenedores de bonos. Como puede observarse en el cuadro 10, en épocas más auspiciosas esos mercados encauzaban la mayoría de sus recursos a los prestatarios de primera clase de los países de la OCDE: las zonas en desarrollo jamás captaban más de una sexta parte del total de las transacciones internacionales. Es evidente que la mayor parte de los países de América Latina y del Caribe es ahora incapaz de servir el monto de la deuda existente, lo que genera descuentos considerables sobre los préstamos que se negocian. En esas circunstancias, poner en circulación bonos para contraer nuevas deudas sin ningún tipo de garantía externa, es tarea difícilísima, aunque se les otorgue prioridad frente a los antiguos acreedores. Los adquirentes habituales de bonos, como las compañías de seguros y los fondos de pensiones, de hecho han soslayado la crisis de la deuda de la región, y es difícil que en la actualidad entren en ese terreno, a riesgo de poner en entredicho su prestigiada solvencia.⁷⁴ Además, después del colapso bursátil mundial de octubre de 1987, se registró en los mercados de bonos un espectacular desplazamiento hacia las emisiones de mayor

Cuadro 9

MERCADOS INTERNACIONALES DE CREDITO, 1981-1986

(Miles de millones de dólares)

	1981	1982	1983	1984	1985	1986
<u>Total crédito internacional</u>	<u>197</u>	<u>154</u>	<u>143</u>	<u>173</u>	<u>230</u>	<u>316</u>
Préstamos netos de bancos internacionales	165	95	85	90	105	160
Financiamiento neto de bonos internacionales	32	59	58	83	125	156

Fuente: Banco de Pagos Internacionales, Fifty Seventh Annual Report, Basilea, junio de 1987, p. 94.

Cuadro 10

EMISION DE BONOS EXTRANJEROS E INTERNACIONALES, 1976-1980

(Miles de millones de dólares)

	1976	1977	1978	1979	1980
<u>Total</u>	<u>34.3</u>	<u>36.1</u>	<u>37.4</u>	<u>37.8</u>	<u>38.3</u>
Países industrializados	23.1	22.8	22.6	24.6	26.3
Países en desarrollo	2.3	4.8	6.1	4.0	2.9
Otros	8.9	8.5	8.7	9.2	9.1

Fuente: Cálculos realizados a partir de datos que figuran en Banco Mundial, Borrowing in International Capital Markets, Washington, D.C., octubre de 1979 y mayo de 1980.

calidad,⁷⁵ lo que aleja aún más a América Latina y el Caribe de este tipo de acreedor.

Si existe, por cierto, en Estados Unidos, un mercado de bonos especulativos (*junk bonds*), por 47 000 millones de dólares, cuya especialidad es la concesión de créditos a prestatarios de alto riesgo.⁷⁶ Sin embargo, no existe aún ese tipo de mercado en el plano internacional, y menos aún para prestatarios que sean entidades soberanas.⁷⁷ Hay formidables obstáculos que impiden el ingreso en gran escala a dicho mercado. Los adquirentes de los bonos especulativos están acostumbrados a evaluar los riesgos del sector empresarial en el mercado conocido de su país. Asimismo, en la práctica prestan contra activos embargables, lo que les significa tener una participación cuasiinversionista en la entidad prestataria. Obtener fondos para entidades soberanas con problemas de pago en la lejana América Latina y en el Caribe sería empresa peregrina incluso para los más audaces inversionistas en ese tipo de bonos. Por otra parte, el colapso bursátil mundial ha paralizado casi por completo el mercado de bonos especulativos.⁷⁸ Si éste resurge, comenzará por preferir las emisiones del sector empresarial en el mercado estadounidense, y no las de países en desarrollo soberanos, extranjeros y agobiados por la crisis de la deuda.

Aparte de lo anterior, las emisiones de bonos especulativos resultan muy caras para el prestatario. Sus tasas de interés son equivalentes a 4 puntos porcentuales o más sobre la tasa LIBOR para las empresas prestatarias en apuros,⁷⁹ y su plazo máximo de vencimiento es de cinco a diez años; en consecuencia las emisiones de tales bonos de hecho podrían empeorar, y no aliviar, la situación de la deuda de la región.

Otra posibilidad es que los propios bancos acreedores pudieran servir de mercado a las emisiones de valores. Con ello, sin embargo, se plantearía nuevamente el problema original del Plan Baker, que consistía en exigir por la fuerza nuevos recursos a bancos privados que deseaban retirarse de la región. Además, para la mayoría de los Estados prestatarios latinoamericanos y del Caribe, cualquier emisión general estaría sujeta a descuentos inmediatos y, por tanto, a una negociabilidad limitada. Con pocas posibilidades de negociar las nuevas emisiones, es evidente que los bancos participantes seguirían expuestos a nuevas demandas de recursos de parte de prestatarios en apuros.⁸⁰ Con ello se reduce efectivamente el atractivo de cualquier prioridad potencial obtenida mediante la adquisición de un bono.

También se han examinado ciertas innovaciones que podrían permitir la entrada de los países en desarrollo en los mercados de bonos, de los cuales hasta ahora están excluidos. Uno de los instrumentos considerados es el de los bonos indizados, que ajustan los flujos de pagos a un índice general de precios o a las fluctuaciones del precio de un producto básico determinado. Tales ideas no han sido de fácil aceptación en los mercados de capital, y siguen considerándose más bien peregrinas. Por otra parte, al experimentar con nuevos instrumentos, los mercados de capital privado prefieren siempre los prestatarios de mayor prestigio en los mercados crediticios.⁸¹

En suma, para que la región logre efectivamente emitir valores que le permitan obtener los nuevos recursos que necesita, es probable que éstos deban corresponder a transacciones determinadas y estar garantizados por cuentas de depósito en garantía o por activos fiscales embargables como las reservas de oro. Tales técnicas de financiamiento tienen, sin embargo, límites prácticos y políticos. A falta de algún tipo de aval externo, entonces, la potencialidad para captar nuevos recursos voluntarios mediante la emisión de valores será muy escasa mientras dure la crisis de la deuda.⁸²

ii) *Conversión de la deuda antigua en valores.* Los problemas que presenta la conversión de la deuda antigua en valores se pueden apreciar en parte considerando las experiencias de Argentina y Brasil. A comienzos de 1987, como parte de la cuarta ronda de reprogramación, Argentina ofreció a los bancos un bono de salida con vencimiento a 25 años y una tasa de interés de 3%. El bono, dirigido a los bancos que deseaban retirarse completamente de las múltiples reprogramaciones y sustraerse a las solicitudes de nuevos recursos, prácticamente no tuvo aceptación. Por su parte, más avanzado el año, Brasil propuso convertir aproximadamente la mitad de su deuda a mediano plazo en bonos a largo plazo con interés fijo. Los acreedores reaccionaron ásperamente ante la propuesta, calificándola como nacida muerta.⁸³

Para un banco, la conversión voluntaria en valores de una gran partida de préstamos inseguros puede crear más problemas que oportunidades. La conversión de un préstamo en un valor no da seguridad a una obligación insegura. Es más, dado que la deuda antigua está sujeta a cláusulas *pari passu* y de obligación negativa que exigen un trato igual entre los bancos, la obligación convertida en valor no disfruta de prioridad, y estaría sujeta también a grandes descuentos. Y, como es natural, la aparición de descuentos

obliga a los bancos a enfrentar un "hecho contable" que podría inducir a las autoridades fiscalizadoras de la banca a cuestionar el valor de los préstamos restantes mantenidos en los libros a su valor de paridad.⁸⁴ En efecto, mientras los descuentos sobre los valores latinoamericanos y del Caribe excedan considerablemente las reservas bancarias para posibles pérdidas por préstamos, habrá límites prácticos para la negociación voluntaria de grandes partidas de la deuda, ya sea en la forma de valores o de créditos.⁸⁵ Dichos límites son aún más estrechos si los países deudores exigen una tasa de interés y plazos inferiores a los del mercado para la deuda convertida en valores; eso equivaldría no sólo a que los bancos admitieran sin tapujos que existe una cuenta incobrable, sino que constituiría además la condonación de la deuda, precedente que los bancos rara vez aceptan en forma voluntaria. Como si todo esto fuera poco, la conversión en valores también presenta problemas de aprovechamiento indebido (*free-riding*): los acreedores saben que cualquier banco no participante en la conversión podría obtener utilidades inesperadas si la disminución de la carga de la deuda elevara el valor de los préstamos no convertidos en valores.

El mercado de la deuda convertida en valores también se ve limitado, curiosamente, porque los descuentos sobre las obligaciones latinoamericanas y caribeñas tal vez no tengan aún una magnitud suficiente. Los inversionistas, especialmente cuando es difícil evaluar la calidad de la garantía, evalúan el riesgo en la fase descendente examinando las valoraciones de mercado durante periodos previos de restricción económica. Durante la Gran Depresión los préstamos de Estados soberanos cayeron a valores de hasta 10-15% de la paridad, los que todavía siguen siendo muy inferiores a las cotizaciones en los mercados secundarios contemporáneos.⁸⁶ Estos riesgos en la fase descendente restringen la demanda de la deuda de la región. En condiciones normales de mercado la poca demanda provocaría la caída de los precios, lo que podría crear un mercado para las obligaciones latinoamericanas y caribeñas convertidas en valores; sin embargo, en los mercados bancarios este proceso se ve retardado por el hecho de que las carteras de préstamos están aisladas artificialmente de las valoraciones del mercado hasta que se efectúa realmente una negociación.

También se ha debatido mucho la posibilidad de reagrupar los préstamos latinoamericanos y caribeños en bonos especulativos con alta rentabilidad, una vez que el descuento del mercado secundario sea suficiente como para atraer a inversionistas especulativos.⁸⁷ Si se supone que la mayoría de los préstamos bancarios

latinoamericanos y del Caribe tiene una tasa de interés de 9 a 10%, el descuento debería ser del orden de 70% para generar la rentabilidad de 25% que suele considerarse como mínima para atraer a este tipo de inversionista.⁸⁸ Sin embargo, todos los problemas ya planteados relativos al mercado de bonos especulativos se presentan también tratándose de la deuda antigua; además, la conversión de la deuda en tales bonos ofrecería ganancias sólo *potenciales* para el deudor. La tasa de rendimiento de 25% para el inversionista sólo se obtendría si se paga la totalidad del interés sobre el préstamo original, es decir, si no hay condonación de la deuda. El alivio de la carga de la deuda para el país deudor sólo puede concretarse en caso de ubicar a los esquivos portadores de dichos bonos y de obligarlos a renegociar las condiciones de endeudamiento. Además, dicha negociación podría tener como prerrequisito un incumplimiento, el que obligaría a los tenedores de bonos a darse a conocer y los dejaría dispuestos a reestructurar las condiciones de la obligación.⁸⁹

En cuanto a los bonos de salida, la receptividad de la banca podría mejorar si las condiciones se orientaran a otorgarle al flujo de entradas un valor presente superior al valor en efectivo de la deuda en los mercados secundarios. Los bonos de salida están dirigidos a pequeños acreedores, a los que corresponde una reducidísima fracción de la deuda bancaria de América Latina y el Caribe. Por ende, es probable que el monto del financiamiento producido por los bonos de salida sea modesto, incluso aceptando la hipótesis optimista de que todos los pequeños acreedores los adquieran. Sin embargo, estos bonos pueden facilitar los acuerdos de reprogramación de la deuda al reducir el número de bancos acreedores cuyo consentimiento deba obtenerse.⁹⁰ Por otra parte, en vez de aceptar un rendimiento inferior al mercado, los pequeños acreedores podrían aspirar a un rendimiento normal, aprovechando los préstamos otorgados por los grandes bancos y especialmente por organismos multilaterales. Si el banco prefiere reducir sus pérdidas y retirarse del mercado de la región, podría optar también por una conversión en efectivo en el mercado secundario y no por un bono de salida, aunque éste fuera potencialmente más rentable. Esto obedece a que lo primero es de rendimiento seguro, mientras que lo último, además de ser incierto, podría interpretarse como un precedente para la condonación de la deuda, que constituye un anatema para la mayoría de los bancos.

En suma, la conversión de la deuda en valores sólo puede ser un proceso muy gradual.⁹¹ Por ahora no existe un mercado para dichos valores, y éste no puede crearse de la noche a la mañana.

Es indudable que las transacciones iniciales ofrecerán utilidades atractivas para algunos corredores e inversionistas, lo que explica el profundo interés de los financistas en dicha conversión. Sin embargo, el volumen de recursos que puede movilizarse como respuesta voluntaria a la conversión de la deuda en valores promete ser muy inferior a las necesidades macroeconómicas de nuevo financiamiento en América Latina y el Caribe.

3. Conclusiones acerca de la lista de opciones del mercado

Considerado desde el punto de vista de las necesidades macroeconómicas para financiar el crecimiento y la reestructuración económica en América Latina y el Caribe, la lista de opciones del mercado es muy incompleta. En ella figuran ciertos "entremeses" apetitosos para los países deudores, pero faltan nada menos que los "platos principales".

El planteamiento de la lista se basa por cierto en el mercado, y en las respuestas voluntarias de cada acreedor. Sin embargo, dado el carácter procíclico que habitualmente tiene el financiamiento de mercado, es difícil que un volumen apreciable de capital fluya espontáneamente a América Latina y el Caribe mientras los posibles acreedores vean que existen descuentos sobre la deuda antigua.⁹² En cuanto a los instrumentos nuevos y menos habituales para el ajuste de las carteras de inversión privada, sólo podrán tener una evolución paulatina. Cabe recordar que los mercados privados operan en los márgenes y que cada nuevo instrumento tiene por fuerza que comenzar de a poco.⁹³

En suma, los mercados privados, librados a sus propios recursos, salen muy lentamente de una crisis. Por tanto, la lista de opciones del mercado sólo sirve para abordar los aspectos tangenciales de aquella. Es evidente que no ataca el problema macroeconómico medular: cómo financiar en forma sostenida y predecible las reformas económicas y las nuevas inversiones que necesitarán América Latina y el Caribe para iniciar ahora mismo su crecimiento y recuperar su capacidad de servir deudas externas. Sólo una vez recuperada dicha capacidad comenzarán nuevamente los inversionistas privados habituales a colocar sumas apreciables de su capital en los países con problemas de deuda. Es indudable que el planteamiento de la lista es un mal sustituto para una iniciativa multilateral coherente, capaz de liquidar la deuda pendiente, la que está contribuyendo al círculo vicioso del estancamiento en la región.

Distr.
RESTRINGIDA

LC/R.627
27 de octubre de 1988

ORIGINAL: ESPAÑOL

CEPAL

Comisión Económica para América Latina y el Caribe

RESCATE Y CONVERSION DE LA DEUDA EXTERNA */

*/ Este trabajo fue preparado por Günther Held, Experto del Proyecto Conjunto PNUD/CEPAL RLA/87/003, Módulo II "Financiamiento del Desarrollo". Las opiniones expresadas en este documento son de responsabilidad exclusiva del autor, quien agradece los valiosos comentarios de Carlos Massad, Roberto Zahler y Nicolás Eyzaguirre. Desde luego, las limitaciones de la presente versión, que no ha sido sometida a revisión editorial, son de su exclusiva responsabilidad.

88-10-1547

Indice

	<u>Página</u>
I. INTRODUCCION	1
II. EL MERCADO DE PAGARES DE DEUDA EXTERNA	3
1. Precio de mercado de los pagarés	3
2. Precios de equilibrio de los pagarés	8
III. OPERACIONES CON PAGARES DE DEUDA Y CAPTURA DEL DESCUENTO ..	10
1. Conversión en bonos de deuda externa	11
2. Rescate de la deuda externa	16
3. Conversión en títulos de propiedad sobre activos o capital doméstico	25
a) Conversión en títulos de propiedad sobre activos o capital existente	30
b) Conversión en títulos de propiedad sobre activos nuevos	35
IV. FINANCIAMIENTO DE LAS OPERACIONES DE RESCATE Y DE CONVERSION DE PAGARES DE LA DEUDA EXTERNA	37
V. POTENCIAL DE LAS OPERACIONES DE RESCATE Y DE CONVERSION	41
Resumen y conclusiones	48

RESCATE Y CONVERSION DE LA DEUDA EXTERNA

I. INTRODUCCION

La deuda externa de la mayoría de los países de América Latina contiene un considerable componente de sobreendeudamiento o de un exceso de deuda no susceptible de servirse en las condiciones con las que se pactaron inicialmente los respectivos créditos. Frente a esta situación, los bancos regionales de Estados Unidos y un grupo de bancos del continente europeo comenzaron a constituir a mitades de la presente década substanciales provisiones o reservas de cartera con el objeto de financiar las pérdidas que se derivan de créditos incobrables. Los grandes bancos de Estados Unidos tampoco pudieron sustraerse al reconocimiento de estas pérdidas e igualmente constituyeron en el curso de 1987 importantes provisiones de cartera. Al mismo tiempo, los bancos acreedores han buscado alternativas para realizar dichas pérdidas y disminuir su riesgo crediticio en los países de la región.

La disposición de los bancos acreedores a realizar importantes pérdidas a través de la venta de sus pagarés de deuda o de su conversión en otros títulos, con un descuento en relación con los valores nominales o de libro de los pagarés, ha impulsado el surgimiento de un mercado secundario de pagarés de deuda externa. Como en los libros de los bancos acreedores y de las instituciones deudoras --ya sean bancos o empresas locales, el Banco Central o el Gobierno de un país deudor-- los créditos están registrados a su valor contractual de libro, el descuento en el precio de mercado de los pagarés abre un diferencial de precio que posibilita la obtención de rentas económicas. El aprovechamiento del

descuento a través de operaciones con pagarés de sus deudas externas abre a los países de la región la posibilidad de reducir su sobreendeudamiento externo. Por otra parte, la captura de la renta económica que posibilita el descuento constituye el incentivo del mercado de pagarés de deuda externa.

El propósito de este trabajo es analizar el contenido, las implicaciones y el alcance de las operaciones de rescate y de conversión de la deuda externa desde el punto de vista de los países deudores. En este trabajo se entenderán por tales a las transacciones que reducen el valor contractual de la deuda externa de instituciones residentes en el país deudor y cuyo servicio tenía acceso al mercado oficial de divisas. La primera sección comenta características del mercado de pagarés de deuda externa y los factores que influyen en el descuento con el que se transan estos títulos. La segunda sección analiza tres tipos básicos de operaciones con pagarés de deuda externa enfatizando la captura del descuento y su relación con la situación de balanza de pagos del país deudor. Estas operaciones son la conversión de los pagarés en valores o bonos de deuda externa, el rescate o pago anticipado de los pagarés por parte de instituciones deudoras locales, y la conversión de los pagarés en títulos de propiedad sobre activos o capital en el país deudor por parte de inversionistas extranjeros. La tercera sección aborda el financiamiento de estas operaciones tanto en divisas como con recursos en moneda nacional. La cuarta sección discute el potencial de las operaciones de rescate y de conversión para reducir el sobreendeudamiento

externo de los países de la región. El trabajo termina enunciando sus principales conclusiones.

II. EL MERCADO DE PAGARES DE DEUDA EXTERNA

El mercado de pagarés de deuda externa es por ahora un mercado "delgado" y "opaco". Su estrechez, en relación con su tamaño potencial, se deriva de las restricciones que lo afectan y de su reciente funcionamiento. Su poca transparencia se origina en el hecho de que no es un mercado de bolsa o de remate; las transacciones se negocian una por una entre un número limitado de participantes. Además, es un mercado de naturaleza compleja ya que en un determinado período transa fracciones del stock de deuda que los agentes participantes desean rescatar o convertir, en función de sus expectativas y de la regulaciones que han emitido los países deudores y los países acreedores.

1. Precio de mercado de los pagarés

Las transacciones de pagarés configuran precios a una fecha determinada que tienden a distribuirse en torno a un precio representativo o de referencia. Este precio por unidad de deuda externa (p_0), es el complemento a uno de la proporción representativa de descuento (d_0), al que se transan los pagarés de un país en esa fecha:

$$p_0 = (1 - d_0) \quad (1)$$

El precio de mercado, o el descuento que lo determina, depende de factores de oferta y de demanda. La oferta de pagarés de deuda externa

de un país por parte de los bancos acreedores en cierta fecha depende principalmente de dos factores. Primero, de la relación entre sus estimaciones de sobreendeudamiento externo del país y el descuento al que se transan sus pagarés. Segundo, del fondo de provisiones o de reservas de cartera del que dispongan los bancos acreedores para enfrentar las pérdidas que se derivan de la venta o de la conversión de sus pagarés con descuento.

El sobreendeudamiento de un país por unidad de deuda externa que estima un banco acreedor a una determinada fecha (s_0), puede definirse como el complemento a uno de su estimación del valor presente del servicio esperado de deuda por unidad de deuda externa ($vpsd_0$):

$$s_0 = (1 - vpsd_0) \quad (2)$$

Un banco acreedor ofrecerá pagarés de un país si su estimación del sobreendeudamiento de ese país supera el descuento en el precio de mercado de sus pagarés ($s_0 > d_0$), y si cuenta con provisiones de cartera para realizar las pérdidas que origina la venta o la conversión con descuento. Si su estimación de sobreendeudamiento del país es inferior al descuento de mercado ($s_0 < d_0$), mantendrá los pagarés en su cartera. La cantidad de pagarés de un país que un banco acreedor está dispuesto a ofrecer en un periodo determinado también depende del descuento al que se transan los pagarés de otros países, en particular, del descuento en el precio de los pagarés de los países deudores "líderes". Si aumenta el descuento de los pagarés de estos países, un banco acreedor se sentirá

inclinado a ofrecer sus pagarés del país en referencia con un descuento mayor (siempre que este descuento no supere sus estimaciones de sobreendeudamiento).1/

La cantidad demandada de pagarés de deuda externa de un país en cierto período por parte de instituciones y de agentes residentes en el país deudor y por parte de inversionistas extranjeros, depende principalmente de la rentabilidad de los distintos tipos de operaciones que pueden efectuarse con dichos pagarés. Estas rentabilidades dependen a su vez del precio al que se pueden adquirir los pagarés a los bancos acreedores, del precio al cual los bancos e instituciones deudoras locales rescatan sus pagarés, de las condiciones de acceso al mercado de divisas y de otros factores. La cantidad demandada de pagarés de un país en cierto período también depende de restricciones al monto por tipo de operación que imponga el gobierno del país deudor y de la rentabilidad de efectuar operaciones con pagarés de deuda externa de otros países.2/

Las transacciones con pagarés de deuda externa reducen el sobreendeudamiento de un país si en un período determinado su monto supera el flujo neto de crédito externo (y si otras variables que definen el sobreendeudamiento externo no cambian). Esta reducción desplaza en el

1/ La oferta de pagarés por parte de los bancos acreedores en un determinado período también depende de sus expectativas de precios futuros. Si estos bancos esperan que los precios disminuyan incrementarán la cantidad ofrecida de pagarés en el presente y viceversa.

2/ Como los inversionistas extranjeros pueden adquirir pagarés de deuda de otros países, un incremento en la rentabilidad de las operaciones con pagarés de esos países reduce la demanda por pagarés del país en referencia y/o viceversa.

período siguiente la oferta de pagarés del país hacia un segmento de sus tenencias de títulos de deuda que los bancos acreedores están dispuestos a ofrecer con un descuento menor. Si denominamos " k_1 " a la proporción en que disminuye la deuda externa del país en el período "1", la hipótesis más simple es que el precio de sus pagarés subirá en:3/

$$\left(\frac{\Delta P_1}{P_0}\right) = ak_1, \quad 0 < a < 1 \quad (3)$$

El alza en el precio de los pagarés sería menor que la disminución en el sobreendeudamiento, esto es, "a" sería menor que uno. El mayor precio incentivará a los bancos acreedores a transar sus pagarés del país o a intercambiarlos por pagarés de menor precio de otros países.

El cuadro 1 presenta el comportamiento reciente del precio representativo de mercado de los pagarés de deuda externa de un grupo de países de la región. La tendencia a la baja en los precios puede atribuirse a un incremento en los factores de oferta. Han actuado en esta dirección las substanciales provisiones de cartera efectuadas por la banca internacional en el transcurso de 1987 sobre los créditos concedidos a la región,4/ y la decisión de Brasil —como un

3/ Sin embargo, en el caso de operaciones de conversión en activos la conversión podría agotar las oportunidades más rentables de inversión en el país deudor. En la medida que disminuye la rentabilidad de estas operaciones, la demanda de pagarés del país se desplazará a la izquierda contrarrestando el efecto sobre el descuento que produce la reducción del sobreendeudamiento.

4/ Los bancos regionales de Estados Unidos aumentaron sus provisiones de cartera al orden del 50% en tanto que los grandes bancos ("centros de dinero") de Estados Unidos elevaron sus provisiones al orden de 25%.

Cuadro 1

PRECIOS DE MERCADO DE PAGARES DE LA DEUDA EXTERNA a/

	Octubre 1986	Marzo 1987	Junio 1987	Septiembre 1987	Octubre 1987	Diciembre 1987	Marzo 1988	Junio 1988	Septiembre 1988
Argentina	0.63	0.60	0.48	0.40	0.37	0.29	0.28	0.26	0.23
Brasil	0.73	0.63	0.58	0.40	0.38	0.46	0.51	0.52	0.47
Chile	0.66	0.69	0.67	0.55	0.52	0.60	0.60	0.61	0.60
Colombia	0.82	0.84	0.82	0.76	0.78				
Ecuador	0.63	0.55	0.44	0.33	0.31	0.36	0.32	0.25	0.17
México	0.56	0.59	0.53	0.475	0.47	0.51	0.52	0.51	0.48
Perú	0.20	0.15	0.10	0.10	0.08				
Venezuela	0.74	0.72	0.68	0.55	0.50	0.57	0.54	0.56	0.49

Fuente: Merrill Lynch, International Bank, International Exposure Management Group, Revista Estrategia, diversos números, Santiago, 1987 y 1988.

a/ Se trata de precios medios medidos como proporción de los precios de libro de los pagarés.

deudor líder— de suspender a comienzos de 1987 el servicio de su deuda externa.^{5/} Esta decisión parece haber arrastrado en alguna medida el precio de los pagarés de los países de la región a la baja y sugiere una interdependencia o componente regional en el comportamiento de los descuentos. Por su parte, en el caso de Chile, el efecto de desendeudamiento se detecta a partir del último trimestre de 1987 a raíz del substancial programa de rescate y de conversión de deuda externa que se está llevando adelante ^{6/} (y de la expansión que están registrando las exportaciones).

2. Precios de equilibrio de los pagarés

Varios argumentos han puesto en duda que los precios de mercado de los pagarés reflejan los factores "fundamentales" de oferta y de demanda que están en juego. Según Piniés y Anayiotis, el mercado de pagarés sobrerreaccionó a las substanciales provisiones de cartera que efectuó la banca acreedora en el transcurso de 1987 con precios que se situaron por debajo de los precios de equilibrio.^{7/} Massad estimó las deudas externas "sostenibles" o máximas que eran compatibles con una meta de crecimiento de 4% del PGB, admitiendo determinados comportamientos del comercio exterior y de la tasa internacional de interés. El cuadro 2 muestra sus

^{5/} Brasil revisó esta decisión a comienzos de 1988.

^{6/} Chile aumentó el conjunto de sus operaciones de rescate y de conversión de la deuda externa en 1987 al orden de US\$ 1 500 millones al año, equivalente al orden del 7% de su deuda externa total y al 11% de su deuda con la banca internacional.

^{7/} J. de Piniés y G. Anayiotis, "The Secondary Market and the International Debt Problem", Naciones Unidas, DIESA Working Paper No. 7, noviembre 1987.

Cuadro 2

ESTIMACIONES DE DEUDAS EXTERNAS SOSTENIBLES

País	Deudas externas sostenibles como proporción de las deudas externas <u>a/</u>
Argentina	0.76
Brasil	0.76
Chile	0.61
México	0.65
Perú	0.54
Venezuela	0.67

a/ Estos porcentajes admiten un 4% de crecimiento del producto y del volumen de exportaciones, términos del intercambio constantes, elasticidades importaciones-producto que se sitúan entre 1.5 y 2.1 dependiendo del país, una tasa anual de interés y de otros gastos sobre la deuda de 10% y se refieren al último período de simulación situado en 1990. Véase: C. Massad, "Deuda Externa, Ahorro y Exportaciones: Requisitos para un Ajuste Expansivo", Santiago, octubre 1987, cuadros 5-6 y anexo, mimeo.

estimaciones de deudas externas sostenibles del grupo de países más endeudados de la región como proporción de sus deudas externas. Salvo el caso de Chile a comienzos de 1988, estas proporciones se ubican igualmente por encima de los respectivos precios de mercado de los pagarés que presentó el cuadro 1. Este antecedente también sugiere que estos precios se habrían ubicado por debajo de sus precios de equilibrio.

III. OPERACIONES CON PAGARES DE DEUDA Y CAPTURA DEL DESCUENTO

El descuento con el que los bancos acreedores extranjeros venden sus pagarés de deuda externa origina rentas potenciales que pueden transformarse en rentas efectivas si los adquirentes de los pagarés pueden convertirlos en otros títulos que tengan un mayor precio de mercado, o si los bancos y otras instituciones deudoras locales recompran sus pagarés de deuda con un descuento menor que el que conceden los bancos acreedores.

Las rentas económicas pueden "nacionalizarse" o "extranjerizarse" dependiendo de si son captadas por instituciones o agentes residentes en el país deudor o en el extranjero. Las rentas nacionalizadas pueden a su vez beneficiar a una institución del sector público del país deudor, tal como el Banco Central o la Tesorería, o a agentes locales privados, tal como un banco deudor. En estos casos, las rentas se "socializan" o se "privatizan" respectivamente.

1. Conversión en bonos de deuda externa

Los bonos de deuda externa, a diferencia de los pagarés de deuda externa, son valores o instrumentos de inversión financiera que podrían transarse en los mercados de capital en función de su rentabilidad esperada y de su riesgo. La conversión de los pagarés en bonos permitiría vender los bonos a aquellos inversionistas (compañías de seguro, fondos mutuos y otros) que los valorizaran más que los propios bancos acreedores. Estos últimos obtendrían a cambio liquidez y podrían recomponer o diversificar su cartera de activos. Por su parte, los países deudores podrían beneficiarse del descuento en el precio de mercado de los pagarés dependiendo de la modalidad de conversión de los pagarés en bonos.

Las operaciones de conversión en bonos pueden realizarla instituciones públicas residentes en el país deudor, tal como el Banco Central o la Tesorería de la Nación, o instituciones financieras residentes en el extranjero. En este último caso, podría tratarse de una institución multilateral existente o creada para abordar el problema de la deuda externa en función de una iniciativa internacional, o bien, de instituciones privadas extranjeras atraídas por los beneficios que prometen estas operaciones.

Si la conversión la efectúa una institución pública de país deudor, podría "socializar" una parte substancial del descuento con el que se transan los pagarés del país en el exterior y, por ende, reducir el valor contractual de su deuda externa y de su servicio. Esta captura tiene límites ya que la banca acreedora extranjera se interesaría en estas

operaciones sólo si el descuento al que podría transar los bonos por unidad de deuda externa, " b_0 ", es menor que el descuento " d_0 " por unidad de deuda externa al que puede transar sus pagarés en el mercado secundario.^{8/} Si esta condición se cumple, la conversión originaría la siguiente distribución del descuento por unidad de deuda externa entre los participantes:

$$d_0 = b_0 + (d_0 - b_0) , \quad d_0 > b_0 \quad \text{en que:} \quad (4)$$

b_0 es la renta económica de la institución doméstica emisora de bonos;

$(d_0 - b_0)$ es la renta económica que permanece con los bancos acreedores extranjeros.

La determinación del descuento " b_0 " al cual los bancos acreedores podrían vender los bonos de deuda externa en los mercados de capital dependería de sus propios factores de oferta y de demanda, y en el caso de estos últimos, principalmente del valor presente del servicio de su deuda que estimen sus potenciales adquirentes atendiendo a los términos de su emisión.

En la segunda mitad de 1987 el gobierno de Brasil propuso la conversión de una parte substancial de la deuda externa de ese país con la banca internacional con una fórmula que involucraba un apreciable

^{8/} $d_0 > 0$, alternativamente, si el precio de mercado de los bonos fuese mayor que el precio de mercado de los pagarés ambos por unidad de deuda externa: $p_0' = (1 - b_0) > p_0 = (1 - d_0)$

riesgo-país.^{9/} Esta proposición no fue aceptada por la banca acreedora principalmente por tratarse de una alternativa no negociada que le imponía un inmediato reconocimiento de importantes pérdidas.^{10/}

El gobierno de México recurrió a fines del primer trimestre de 1988 a una licitación que convirtió en bonos públicos los pagarés de aquellos bancos acreedores que los ofrecieron con el mayor descuento. La conversión sólo alcanzó a un cuarto del monto esperado de US\$ 10 billones y los descuentos medio y marginal se situaron en 30% y en 25%, en vez del 40% que al menos esperaba el gobierno de México, considerando el precio del mercado de sus pagarés en esa fecha (véase cuadro 1). La mayor parte de los bancos acreedores no participó al considerar que este

^{9/} El riesgo-país es una combinación del riesgo de transferencia, o probabilidad de que el país deudor no disponga de las divisas que permitan a sus agentes deudores domésticos remitir los servicios de deuda al exterior, y del riesgo soberano, o probabilidad de que el gobierno del país deudor suspenda el servicio de la deuda externa atendiendo a factores políticos y de negociación.

^{10/} Las proposiciones de Ministro Bresser significaban convertir alrededor de US\$ 35 mil millones, equivalentes a la mitad de la deuda externa de la banca comercial brasileña con la banca internacional, con un descuento del 25% al 30% en bonos que emitiría el Gobierno de Brasil. Estos bonos se denominarían en cruzados al tipo de cambio oficial, serían presumiblemente de naturaleza reajutable, y devengarían un interés pagadero mensualmente a la tasa de interés en curso de los pagarés de tesorería de los Estados Unidos. El 20% de los intereses se pagaría en dólares, un 40% se pagarían en cruzados y serían represtados al Gobierno de Brasil, y el 40% restante se utilizaría para hacer inversiones en dicho país. Para los bancos acreedores grandes esta proposición significaba reconocer de la partida una pérdida de stock en sus créditos equivalente al 25%-30% de descuento. Por otra parte, la redenominación en cruzados, la forma de pago de los intereses y el destino de los mismos, contenían un riesgo de transferencia que presumiblemente llevó a los bancos acreedores a valorar los flujos de los bonos por debajo de sus valores nominales. Véase: P. Truell, "Bankers View Brazil Debt Plan as Unacceptable", The Wall Street Journal, 4 de septiembre de 1987.

precio subestimaba el precio de equilibrio de los pagarés y que los bonos podrían igualmente ser objeto de descuento en los mercados de capital.^{11/}

La conversión de los pagarés de deuda externa en bonos también podrían efectuarla instituciones financieras residentes en el extranjero. Si se trata de una iniciativa internacional en torno al problema de la deuda externa, el descuento en el precio de los pagarés se distribuiría en primera instancia entre la institución multilateral que efectuaría la conversión y los bancos acreedores de acuerdo con la fórmula (4) que se presentó más arriba. El descuento " b_0 " por unidad de deuda externa que capta la institución multilateral, sería enseguida traspasada a los países deudores disminuyendo el monto de sus deudas externas y de sus servicios.^{12/} Esta alternativa encontró a comienzos de 1988 apoyo en algunos de los propios bancos acreedores. ^{13/}

11/ El gobierno de México emitió bonos de deuda externa pública a una tasa LIBOR + 1 5/8% con íntegra amortización de sus saldos de capital al cabo de 20 años y cuyo pago se garantizó con bonos de la Tesorería de Estados Unidos emitidos al 8% de interés anual y con la misma modalidad de amortización. A juicio de los bancos acreedores, los bonos también se transarían con descuento ya que su mayor margen sobre la tasa LIBOR (en relación con el margen de 13/16% de la última reprogramación de deuda de México) no compensaría el riesgo de no pago de sus intereses. A diferencia de la amortización, la fórmula mexicana no colateralizó el pago de intereses. Véase: Financial Times, marzo 5 de 1988, p. 2.

12/ Las iniciativas frente al problema de la deuda externa que podría adoptar una institución multilateral se revisan en: C.F. Bergsten, W.R. Cline y J. Williamson, "Bank Lending to Developing Countries: The Policy Alternatives", Institute for International Economics, abril 1985, Washington, pp. 196-199.

13/ Véase, J.D. Robinson, "Seek New Alternatives on Debt", The Journal of Commerce, May 5, 1988.

En el caso de conversiones comerciales a cargo de instituciones financieras extranjeras privadas, los pagarés de deuda externa se convertirían en bonos "especulativos" de alta rentabilidad y de alto riesgo.^{14/} La alta rentabilidad se obtendría reservando una parte importante del descuento en el precio de mercado de los pagarés como renta para los potenciales inversionistas en bonos; el alto riesgo se derivaría de mantener inalterado el valor contractual de la deuda externa de los bancos y de otras instituciones de los países deudores. Otra parte del descuento beneficiaría a la institución financiera extranjera que efectúa la conversión; la parte restante del descuento permanecería con los propios bonos acreedores ya que de lo contrario no participarían en estas operaciones.

Si denominamos " h_0 " al descuento en el precio al que los bonos de un país se transarían en los mercados de capital, " g_0 " al descuento en el precio de compra de los pagarés a los bancos acreedores por parte de la institución extranjera emisora de bonos, y " d_0 " el descuento en el precio de mercado de los pagarés, este último daría origen a la siguiente distribución de rentas económicas por unidad de deuda externa convertida:

$$d_0 = h_0 + (g_0 - h_0) + (d_0 - g_0), \quad h_0 < g_0 < d_0 \quad \text{en que:} \quad (5)$$

h_0 es la renta económica potencial de los inversionistas en bonos de deuda externa;

^{14/} Véase por ejemplo: L. Wayne, "Wall Street Newest Magic Show", The New York Times (Business), septiembre 13 de 1987, sección 3.

$(g_0 - h_0)$ es la renta económica de la institución extranjera emisora de bonos;

$(d_0 - g_0)$ es la renta económica que permanece con los bancos acreedores extranjeros.

La captura del descuento en el precio de mercado de los pagarés por parte de instituciones y agentes residentes en el extranjero quita todo sentido a la conversión de los pagarés de un país en "bonos especulativos". Esta conversión no altera el valor contractual ni el servicio de su deuda externa. Por otra parte, las características de riesgo de estos bonos torna poco probable que puedan transarse en el mercado secundario considerando las dificultades que han encontrado los bonos con amortización garantizada que ha ofrecido México.

2. Rescate de la deuda externa

El rescate de pagarés de deuda externa consiste en su prepago o pago antes de su fecha de vencimiento por parte de residentes domésticos atraídos por las ganancias que posibilita el descuento en el precio de mercado de los pagarés. Las operaciones de rescate son potencialmente muy beneficiosas para el país deudor. Estas operaciones disminuyen su deuda externa y su servicio ya que el descuento " d_0 " puede ser integralmente captado o nacionalizado por residentes domésticos; estos últimos pueden adquirir con $(1 - d_0)$ divisas una unidad de deuda externa. Sin embargo, el origen de las divisas para comprar los pagarés en el exterior, y las normas que regulan los programas de rescate, influyen tanto en el beneficio que puede derivar el país como en la distribución del descuento entre las instituciones y los agentes domésticos que participan en las operaciones.

Si residentes privados tuvieran acceso al mercado oficial de divisas con el objeto de adquirir pagarés a los bancos acreedores, el descuento en el precio de mercado de los pagarés podría en gran medida ser captado por dichos agentes, esto es, habría una substancial "privatización" de las rentas económicas que posibilita el descuento. Al mismo tiempo, las operaciones de conversión drenarían las reservas de divisas del Banco Central. Por estas razones, el rescate de pagarés de deuda externa por parte de residentes privados demanda un procedimiento para socializar dichas rentas y divisas localizadas fuera del mercado oficial.

La participación de una institución pública --tal como el Banco Central-- en el descuento con el que los residentes domésticos adquieren los pagarés en el exterior, puede lograrse introduciendo una licitación o remate que meramente concede el derecho a estos residentes a vender los pagarés a los bancos e instituciones deudoras locales. Las divisas localizadas fuera del mercado oficial consisten en tenencias privadas que residentes domésticos mantienen fuera del mercado oficial y en divisas suministradas por el mercado paralelo. Uno de los principales propósitos de los programas de rescate y de conversión de deuda externa, en relación con la primera fuente de divisas, consiste en incentivar a los residentes domésticos a que repatrien capital a través de la compra de pagarés en el exterior.

Si en el país opera un mercado paralelo de divisas, los residentes domésticos siempre tienen la opción de comprar y de vender divisas al

tipo de cambio paralelo (TP). Denominemos " δ " a la proporción que mide la diferencia entre este tipo de cambio y el tipo de cambio oficial (TC), de tal manera que a una fecha determinada: $TP_0 = TC_0(1 + \delta_0)$. La condición necesaria para que las operaciones de rescate en esa fecha sean factibles, es que el costo de las divisas --en moneda nacional y al tipo de cambio paralelo-- para adquirir una unidad de deuda externa al precio $(1 - d_0)$ en el mercado secundario, sea menor que los recursos en moneda nacional que entrega la institución deudora local que rescata esa unidad de su deuda externa el tipo de cambio oficial:

$$(1 - d_0)(1 + \delta_0)TC_0 < TC_0 \quad (6 - 1)$$

Esta desigualdad puede expresarse como:^{15/}

$$\left(\frac{d_0}{1 - d_0}\right) > \delta_0, \quad p_0 = (1 - d_0) \quad (6 - 2)$$

El cuadro 3 ilustra esta relación señalando los máximos diferenciales cambiarios (entre el tipo de cambio paralelo y el tipo de cambio oficial) que posibilitan la realización de operaciones de rescate ante determinados descuentos de los respectivos pagarés en el mercado secundario. Si la desigualdad (6 - 2) no se cumple, los tenedores

^{15/} La expresión (6 - 1) puede reordenarse en primer término como:

$$\delta < 1/(1 - d) - 1,$$

y a partir de aquí como:

$$\delta < 1/(1 - d) - (1 - d)/(1 - d)$$

Si se simplifica se obtiene la desigualdad (6 - 2) del texto.

Cuadro 3

MAXIMOS DIFERENCIALES CAMBIARIOS QUE POSIBILITAN OPERACIONES DE
RESCATE DE PAGARES ANTE DETERMINADOS DESCUENTOS EN
EL MERCADO SECUNDARIO

Proporción de descuento	Diferencial cambiario
(d)	(δ)
0.1	0.11
0.2	0.25
0.3	0.43
0.4	0.67
0.5	1
0.6	1.5
0.7	2.33
0.8	4.0
0.9	9

domésticos de divisas no oficiales que deseen repatriar capital, lo harán vendiendo directamente divisas en el mercado paralelo en tanto que, desde la partida, las operaciones no serían rentables para los residentes locales que quisieran operar adquiriendo divisas en dicho mercado.

Consideremos en primer término operaciones de rescate no afectas a una licitación de derechos para operar, con divisas adquiridas en el mercado paralelo con un diferencial cambiario " δ_0 ", y afectas a una comisión de transacción " c_0 " por unidad de deuda externa en favor de un intermediario local. Si se supone que esta comisión es liquidable al tipo de cambio oficial, el precio de costo en moneda nacional por unidad de deuda externa para un residente doméstico que efectúa una operación de rescate alcanza a: ^{16/}

$$(1 - d_0)(1 + \delta_0)TC_0 + c_0TC_0 \quad (7)$$

Si denominamos " e_0 " a la proporción de descuento por unidad de deuda externa que aplican las instituciones deudoras locales al comprar sus pagarés al tipo de cambio oficial, el precio por unidad de deuda externa en moneda nacional que obtienen los residentes domésticos que presentan pagarés para su rescate es igual a: $(1 - e_0)TC_0$. En consecuencia, el monto de ganancia en moneda nacional por unidad de deuda externa " G'_0 ", que obtendría un residente doméstico que efectúa una operación rescate sería de:

^{16/} Si la comisión de transacción es liquidable en moneda extranjera el precio de costo sería: $(1 - d_0)(1 + \delta_0)TC_0 + c_0(1 + \delta_0)TC_0$.

$$G'_0 = (1 - e_0)TC_0 - [(1 - d_0)(1 + \delta_0)TC_0 + c_0TC_0] \quad (8)$$

La ganancia en moneda extranjera por unidad de deuda externa rescatada que obtendría el residente doméstico, se obtiene dividiendo este monto por el tipo de cambio que prevalece en el mercado paralelo de divisas. Este último constituye la alternativa cambiaria del agente que efectúa una operación de rescate:

$$g'_0 = \frac{G_0}{TC_0(1 + \delta_0)} = \frac{1 - e_0 - c_0}{1 + \delta_0} - (1 - d_0) \quad (9)$$

Las ganancias tenderán a perdurar ya que las operaciones de rescate son discontinuas en el tiempo y de bajo riesgo para los agentes domésticos que las realizan.^{17/} Desde luego, una situación de ganancia positiva se diluirá en parte a través de la presión al alza de los factores que captan renta económica, ya sea aumentando el diferencial cambiaria, el descuento por prepago o la comisión de transacción.

La situación de ganancia positiva en moneda extranjera, posibilitaría a los residentes domésticos que realizan operaciones de rescate armar "máquinas" para remitir divisas al exterior. Si $g'_0 > 0$, la fórmula (9) implica la desigualdad:

$$\frac{1 - e_0 - c_0}{1 + \delta_0} > (1 - d_0) \quad (9 - 1)$$

^{17/} Los agentes domésticos pueden contratar el precio del pagaré en el exterior y el precio al que lo rescatará el banco deudor, y comprar divisas en el mercado paralelo y licitar derechos a operar teniendo en cuenta el comportamiento reciente de estas variables.

El lado izquierdo de esta expresión muestra las divisas por unidad de deuda externa rescatada que los residentes domésticos podrían comprar en el mercado paralelo de cambios con los recursos netos en moneda nacional que provienen de una operación de rescate. El lado derecho indica las divisas por unidad de deuda externa que demandaron inicialmente en ese mercado a fin de adquirir pagarés en el exterior.

La desigualdad (9 - 1) destaca el papel esencial que juega una licitación competitiva de derechos a operar por parte del Banco Central u otra institución pública. Esta licitación captará renta económica y tenderá a reducir la ganancia a cero previniendo la remesa de divisas al exterior y manteniendo bajo control el precio de la divisa en el mercado paralelo. Si denominamos " t_0 " al derecho a operar por unidad de deuda externa, a cancelarse en favor de la institución pública licitadora al tipo de cambio oficial, la licitación competitiva de derechos a operar (con divisas provenientes del mercado paralelo) culmina con las siguientes expresiones para la ganancia en moneda nacional y en moneda extranjera por unidad de deuda externa rescatada:

$$G_0 = (1 - e_0)TC_0 - [(1 - d_0)(1 + \delta_0)TC_0 + c_0TC_0 + t_0TC_0] = 0 \quad (10)$$

$$g_0 = \frac{G_0}{TC_0(1 + \delta_0)} = \frac{1 - e_0 - c_0 - t_0}{(1 + \delta_0)} - (1 - d_0) = 0 \quad (11)$$

Esta última fórmula señala que en una situación de ganancia nula, las divisas que podrían recomprar los residentes domésticos en el mercado

cambiarlo paralelo por unidad de deuda externa rescatada, $(1 - e_0 - c_0 - t_0)/(1 + \delta_0)$, son iguales a las divisas que esos residentes requirieron para adquirir una unidad de deuda externa a los bancos acreedores, $(1 - d_0)$.

Un reordenamiento de la fórmula (11) muestra la distribución del descuento " d_0 " con la que se transan los pagarés en el exterior entre las instituciones y los agentes domésticos que participan en una operación de rescate:

$$d_0 = (1 - d_0) \delta_0 + c_0 + t_0 + e_0 \quad 18/ \quad (11 - 1)$$

El derecho a operar " t_0 " que recauda el Banco Central u otra institución pública licitadora, es la proporción del descuento por unidad de deuda externa que se socializa. Los restantes términos constituyen la proporción del descuento por unidad de deuda externa que se privatiza. Los oferentes de divisas al mercado paralelo ganan el diferencial cambiario por las divisas que financian la adquisición de pagarés en el exterior y que por unidad de deuda externa alcanza a $(1 - d_0) \delta_0$. El agente que hace las veces de intermediario gana una comisión de transacción por unidad de deuda externa igual a " c_0 ". El banco o la

18/ Si $g_0 = 0$, la fórmula (11) puede reescribirse en primer término como: $(1 - e_0 - c_0 - t_0) = (1 - d_0)(1 + \delta_0)$. Si se despeja " d_0 " se obtiene la expresión (11 - 1) del texto.

institución deudora local capta el descuento con el que prepaga un título de su propia emisión y que por unidad de deuda externa alcanza a "e₀".^{19/}

Consideremos en segundo lugar operaciones de rescate de deuda externa por parte de residentes domésticos que disponen de tenencias de divisas localizadas en el exterior. En este caso, la licitación competitiva de derechos a operar tenderá a reducir la ganancia hasta que esta sea igual a la renta económica que habrían obtenido esos residentes si en forma alternativa hubieran ofrecido divisas al mercado paralelo por un monto equivalente a los requerimientos de una determinada operación de rescate. Un reordenamiento de la fórmula (11 - 1) de la distribución del descuento entre las instituciones y agentes participantes conduce a:

$$(d_0 - e_0 - c_0 - t_0) = (1 - d_0) \delta_0 \quad (11 - 2)$$

Esta expresión señala que la ganancia por unidad de deuda externa rescatada por parte de los residentes domésticos que repatrian capital, y que figura a la izquierda de la fórmula, es igual a la renta económica que origina el diferencial cambiario por las divisas con las que adquieren pagarés en el exterior y que figura a la derecha. Tal como en la fórmula (11 - 1), los restantes factores que captan el descuento en el precio de mercado de los pagarés son el derecho a operar, la comisión de transacción y el descuento con el que una institución deudora local rescata un pagaré de su emisión. La tendencia a que las ganancias sean

^{19/} Este descuento encierra una ganancia de capital y, por ende, dependiendo del monto de prepagos, puede constituirse en una fuente para incrementar la solvencia de los bancos o instituciones deudoras locales.

iguales a las rentas económicas, prácticamente impide a los residentes domésticos adquirir con los recursos en moneda nacional que obtienen de las instituciones que rescatan pagarés, más divisas en el mercado paralelo que las tenencias que aplicaron a la compra de pagarés en el exterior. Por esta vía, el derecho a operar previene que la repatriación de capital que tiene lugar pueda emprender "viajes en redondo".

3. Conversión en títulos de propiedad sobre activos o capital doméstico

La conversión de deuda externa en títulos de propiedad sobre activos o capital doméstico representa "capitalizaciones" de deuda por parte de inversionistas residentes en el extranjero. La primera etapa de una conversión es similar a una operación de rescate en la medida que los inversionistas adquieren los pagarés en el exterior con sus propias tenencias de divisas y que reciben recursos en moneda nacional de los bancos e instituciones deudoras locales que compran tales pagarés. A continuación, estos recursos deben destinarse a la adquisición o a la formación de activos o de capital en el país deudor de acuerdo con la normativa de su programa de conversión.

Las operaciones de conversión de deuda externa en títulos de propiedad disminuyen el monto de la deuda y de su servicio, pero, originan el compromiso de remitir utilidades y saldos de capital al exterior al cabo de algún período. Se ha argumentado que estas remesas se mueven a la par del ritmo de actividad económica y que, por lo tanto,

tienen una ventaja adicional sobre el servicio de la deuda.^{20/} Sin embargo, las conversiones en títulos de propiedad también abren preguntas acerca de la captura del descuento con el que se transan los pagarés en el exterior y del efecto neto que estas operaciones producen sobre la balanza de pagos y los ingresos del país deudor.

Con el objeto de abordar estas preguntas se hará el supuesto simplificador de que de no mediar este tipo de conversión, la amortización de los respectivos pagarés de deuda externa se habría renegociado en forma continua. En consecuencia, estos pagarés habrían constituido una deuda externa perpetua cuyo servicio habría consistido sólo en intereses. La contrapartida de este supuesto es que los activos domésticos sujetos a conversión también son perpetuos destinando una parte de los excedentes a mantener intactos sus saldos de capital. Por lo tanto, las utilidades a remitirse al exterior son netas de depreciación y de impuestos. Por otra parte, y con el mismo propósito, se admitirá que la inflación es nula o bien que previamente todos los valores envueltos se han expresado en términos de precios comparables entre sí.

Admitase que un inversionista residente en el extranjero adquiere en una determinada fecha un pagaré de deuda externa de un país con un valor de libro de " A_0 " en divisas, al precio $(1 - d_0)$ por unidad de deuda externa y que convierte dicho pagaré en moneda nacional al tipo de cambio

^{20/} El argumento supone que los inversionistas extranjeros canalizarían sus recursos principalmente a los sectores productores de divisas.

oficial "TC₀" y al precio (1 - e₀) por unidad de deuda externa en que "e₀" es el descuento que aplica la institución deudora local que rescata el pagaré. El inversionista recibe recursos en moneda nacional equivalentes a: [(1 - e₀)A₀TC₀] que destina a la adquisición de títulos de propiedad sobre activos domésticos. El inversionista anticipa que este capital generará una tasa de retorno en moneda nacional (neta de inflación y de impuestos) de "r", tasa que aquí representará un parámetro de la economía. Por otra parte, si se anticipa que el tipo de cambio oficial (ajustado por inflación) que prevalecerá cuando puedan remitirse excedentes al exterior es de "TC₁", el envío de utilidades en divisas que origina la operación de conversión en un determinado período alcanzaría a:

$$U_1 = (1 - e_0)A_0 \left(\frac{TC_0}{TC_1} \right) r \quad (12)$$

El inversionista extranjero compromete (1 - d₀)A₀ divisas en la operación de conversión, y por lo tanto, su tasa esperada de retorno en divisas "ρ" es igual a:

$$\rho = \frac{U_1}{(1 - d_0)A_0} = \left(\frac{1 - e_0}{1 - d_0} \right) \left(\frac{TC_0}{TC_1} \right) r \quad (13)$$

Esta fórmula muestra que dada la relación entre los tipos de cambio, la tasa de retorno en divisas supera a la tasa de retorno en moneda nacional en un múltiplo dado por la relación de precios (1 - e₀)/(1 - d₀) en que (1 - e₀) es el precio de rescate que paga el

banco deudor local y $(1 - d_0)$ es el precio de mercado del pagaré en el exterior, ambos por unidad de deuda externa, y en que $(1 - e_0) > (1 - d_0)$.

El contenido de la relación de precios $(1 - e_0)/(1 - d_0)$ puede inferirse a partir de la fórmula (10) de la ganancia en moneda nacional de operaciones de rescate de pagarés, considerando que en esta etapa una operación de conversión en títulos de propiedad es similar a una operación de rescate. Como el inversionista tiene acceso al mercado oficial de divisas, la ganancia de realizar una operación de rescate al tipo de cambio oficial "TC" habría sido:

$$g'_0 = \left(\frac{G_0}{TC_0} \right) = (1 - e_0) - (1 - d_0)(1 + \delta_0) - c_0 - t_0 = 0 \quad (11 - 3)$$

De esta expresión puede despejarse la renta económica "j" por unidad de deuda externa que el inversionista capta del descuento con el que se transan los pagarés en el exterior:

$$j_0 = [(1 - e_0) - (1 - d_0)] = (1 - d_0)\delta_0 + c_0 + t_0 \quad (14)$$

Si esta expresión se divide por el precio de mercado de los pagarés y se reordena se tiene:

$$\left(\frac{1 - e_0}{1 - d_0} \right) = 1 + \delta_0 + \frac{c_0 + t_0}{(1 - d_0)} \quad (14 - 1)$$

El lado derecho muestra el contenido de renta de la relación de precios, $(1 - e_0)/(1 - d_0) > 1$, que beneficia al inversionista. Este contenido es equivalente al diferencial cambiario " δ_0 ", entre el tipo de cambio paralelo y el tipo de cambio oficial, más el derecho a operar " t_0 ", y la comisión de transacción " c_0 ", que el inversionista extranjero capta en forma implícita en el caso que estos factores no estén presentes en las operaciones de conversión. 21/

La renta económica del inversionista $j_0 = [(1 - e_0) - (1 - d_0)] = (d_0 - e_0)$ que figura en (14), y el descuento " e_0 " que capta el banco o la institución deudora local que rescate un pagaré, agotan el descuento con el que se transan los pagarés en el exterior ya que por definición: $d_0 = (d_0 - e_0) + e_0$. Sin embargo, a raíz del cambio en la naturaleza contractual de los títulos de deuda en títulos de propiedad, la distribución del descuento " d_0 " es sólo un componente del efecto de las operaciones de conversión sobre los ingresos y la balanza de pagos del país deudor.

21/ Si el inversionista está sujeto al pago de una comisión de transacción y a una licitación competitiva de derechos a operar, tal como en una operación de rescate; el precio de recompra de las instituciones deudoras locales que rescatan pagarés tendría que reducirse con el objeto de acomodar estos elementos captadores de renta. En este caso, la fórmula (14-1) se escribiría como:

$$\frac{1 - c_0 - t_0 - e_0}{(1 - d_0)} = (1 + \delta_0) \quad (14 - 2)$$

a) Conversión en títulos de propiedad sobre activos o capital existente

La conversión de pagarés de deuda externa en títulos de propiedad sobre activos o capital ya existente en el país deudor son, desde el punto de vista de este último, equivalentes a daciones o entregas de bienes en pago de deudas externas.

Consideremos un inversionista extranjero que adquiere en una determinada fecha un pagaré de deuda externa de un país con un valor nominal o de libro en divisas de " A_0 " y que de inmediato lo convierte en títulos de propiedad sobre activos o capitales existentes en dicho país. De no mediar la conversión en títulos de propiedad el servicio de la deuda habría consistido en el pago de intereses (ante el supuesto de un refinanciamiento continuo de las amortizaciones). Si el país no estuviera sobreendeudado, el pago periódico de intereses en divisas sería de $I' = iA_0$, en que " i " es la tasa internacional de interés a la que se encuentra pactado el pagaré, en tanto que el valor presente del servicio de su deuda sería igual al valor nominal del pagaré $VPSD'_0 = (I'/i) = A_0$. El sobreendeudamiento externo del país determina en definitiva que la tasa de interés " i " sólo sea aplicable a la proporción de la deuda externa que se estima cancelable o sostenible, o bien, que se reduzca la tasa de interés en esa proporción si se mantiene el valor nominal de la deuda. En consecuencia, si denominamos " s_0 " a la proporción de sobreendeudamiento externo del país en la fecha " t_0 ", el pago periódico de intereses del pagaré alcanzaría a: $I = (1 - s_0) iA_0$.

El valor presente del servicio de la deuda del pagaré en divisas, (VPSD), puede obtenerse actualizando los montos cancelables de intereses "I" con la tasa de interés a la que se encuentra pactado el pagaré "i", o alternativamente, actualizando los montos pactados de intereses "I'" con una tasa de descuento que refleje la proporción de deuda externa que se estima sostenible o cancelable [$i/(1 - s_0)$]:

$$VPSD = \left(\frac{I}{i}\right) = \frac{I'}{i/(1 - s_0)} = (1 - s_0)A_0 \quad (15)$$

en que " s_0 " es la proporción de sobreendeudamiento externo.

La tasa de interés a la que se encuentra pactada la deuda externa puede adoptarse como tasa de descuento de la remesa de utilidades en divisas provenientes de operaciones de conversión en activos o en capital.^{22/} De acuerdo con la fórmula (12), el valor presente de la remesa de utilidades de la conversión del pagaré " A_0 " es igual a:

$$VPRU = \left(\frac{U}{i}\right) = (1 - e_0) \left(\frac{TC_0}{TC_1}\right) \left(\frac{r}{i}\right) A_0 \quad (16)$$

La comparación entre el valor presente del servicio de la deuda del pagaré que se deja de realizar con el valor presente de las remesas de utilidades que ocasiona la operación de conversión, muestra la condición

^{22/} La tasa de descuento del inversionista puede ser mayor que la tasa de descuento del país deudor dependiendo del riesgo que el primero atribuya al flujo de utilidades de proyectos de conversión de deuda en capital.

en la que este último supera al primero. Si se reordenan los términos de las fórmulas de valores presentes esta condición se cumple si:

$$\left(\frac{1 - e_0}{1 - s_0}\right) \left(\frac{TC_0}{TC_1}\right) r > i \quad (17)$$

Lo esperable es que el precio por unidad de deuda externa que pagan las instituciones deudoras locales, $(1 - e_0)$, sea mayor que la proporción de la deuda externa que se estima cancelable $(1 - s_0)$. En consecuencia, si el tipo de cambio esperado es igual al tipo de cambio actual ($TC_1 = TC_0$), basta que la tasa de retorno del proyecto de conversión en moneda nacional sea igual que la tasa internacional de interés ($r = i$), para que la condición (17) se cumpla. La igualdad de los tipos de cambio no es un supuesto restrictivo en países sobreendeudados en los que actualmente prevalecen elevadas paridades cambiarias ya que éstas podrían disminuir (en términos reales) en el futuro. Esta evolución torna aún más probable que a partir de una determinada tasa de retorno en moneda nacional, las remesas de utilidades en divisas superan el servicio de la deuda que se deja de realizar.

Si se acepta el veredicto del mercado en cuanto a que el descuento en el precio de los pagarés es un indicador apropiado del sobreendeudamiento externo ($d_0 = s_0$), la condición (17) se cumple si:

$$\left(\frac{1 - e_0}{1 - d_0}\right) \left(\frac{TC_0}{TC_1}\right) r > i \quad (18)$$

La fórmula (13) señala que los términos de la izquierda definen la tasa esperada de retorno en divisas de la operación de conversión. Se sabe que el precio al que rescatan los pagarés las instituciones deudoras locales es mayor que el precio de mercado de los pagarés: $(1 - e_0)/(1 - d_0) > 1$. En consecuencia si el tipo de cambio esperado es igual al tipo de cambio actual ($TC_1 = TC_0$), es prácticamente seguro que la remesa de utilidades en divisas será mayor que los intereses que se dejan de pagar. En este caso, la tasa de retorno del proyecto de conversión en moneda nacional puede incluso ser inferior a la tasa internacional de interés ($r < i$), para que la condición (17) se cumpla.

Si las operaciones de conversión en activos o capitales ya existentes satisfacen la desigualdad (17), proporcionarán un alivio transitorio a la estrechez de divisas del país sobreendeudado mientras no se remitan utilidades al extranjero y agravarán los problemas de divisas una vez que estas remesas tengan lugar. Por otra parte, la diferencia entre los valores presentes de las remesas de utilidades del servicio de la deuda, $(VPRU - VPSD) > 0$, no equivale solamente a un deterioro de la balanza de pagos del país deudor. Como el producto o ingreso geográfico no ha sido afectado, esta diferencia representa al mismo tiempo una disminución del ingreso nacional de los residentes domésticos (ya que las remesas de utilidades superan la reducción en las remesas de intereses).

La banca acreedora o sus agentes también pueden efectuar capitalizaciones directas de sus pagarés de deuda externa en títulos de

propiedad en el país deudor. A diferencia de las pérdidas que con frecuencia produce a la banca local la liquidación de garantías sobre créditos incobrables, la capitalización de deudas otorga a la banca acreedora internacional una clara alternativa para transformar créditos de alto riesgo en activos rentables al evitar tanto el descuento con el que se transan sus pagarés en el exterior como el derecho a operar y la comisión de transacción que en forma alternativa afectan a las operaciones de rescate de deuda externa. La fórmula (13) señala que al no estar sujetas al descuento en el precio de mercado de los pagarés en el exterior, la tasa esperada de retorno en divisas de capitalizaciones directas de pagarés por parte de la banca acreedora es:

$$p' = (1 - e_0) \left(\frac{TC_0}{TC_1} \right) r \quad (13 - 1)$$

Esta tasa es de naturaleza "contable" ya que valora un pagaré que es objeto de conversión al precio de uno por unidad de deuda externa en vez de valorarlo a su precio de mercado. Aún así, si se admite que el tipo de cambio esperado es igual al tipo de cambio actual ($TC_1 = TC_0$), las capitalizaciones directas de deuda producirán a la banca acreedora una tasa de retorno en moneda extranjera mayor que la tasa de interés de los créditos convertidos si:

$$(1 - e_0)r > i \quad (19)$$

Los bancos acreedores extranjeros pueden incluso evitar el descuento que aplican los bancos deudores locales al rescatar sus

pagarés, si se trata de pagarés de deuda externa de sus propias sucursales en los países deudores. En este caso, la tasa de retorno (contable) de la fórmula (13 - 1) es igual a:

$$j'' = \left(\frac{TC_0}{TC_1} \right) r \quad (13 - 2)$$

Si de nuevo se supone que el tipo de cambio esperado es igual al tipo de cambio actual ($TC_1 = TC_0$), bastaría que la tasa de retorno en moneda nacional sea mayor que la tasa internacional de interés ($r > i$), para que tales capitalizaciones logren una tasa de retorno en divisas mayor que la tasa de interés de los propios créditos convertidos.

b) Conversión en títulos de propiedad sobre activos nuevos

Las operaciones de conversión en títulos de propiedad pueden tener sentido económico para el país deudor si los recursos en moneda nacional que recibe el inversionista extranjero a cambio de los pagarés de deuda externa, originan inversiones que amplían la capacidad instalada de producción, en particular, en bienes exportables (o importables), o si alternativamente, esos recursos permiten ocupar capacidad instalada en el sector exportable (o importable) que se encuentra ociosa por razones de falencia financiera u otras.^{23/} A diferencia de la conversión en títulos de propiedad sobre activos ya existentes y en producción, estos proyectos

^{23/} La "adición" a la capacidad instalada a través de inversiones efectivas, y no meramente la compra de activos existentes, ha sido ampliamente enfatizada en la discusión sobre conversión de deuda en títulos de propiedad.

generan tanto exportaciones (o sustitutos de importaciones) como valor agregado previamente inexistentes. Denominemos VPX al valor presente de las exportaciones netas en divisas y VPVAX al valor presente del valor agregado neto 24/ a las exportaciones en divisas que genera un proyecto de inversión en nuevos activos que proviene de una operación de conversión de pagarés de deuda externa. Los efectos netos del proyecto sobre la balanza de pagos y sobre el ingreso nacional son positivas si se cumplen respectivamente las siguientes condiciones:

$$VPX - (VPRU - VPSD) > 0 \quad (20 - 1)$$

$$VPVAX - (VPRU - VPSD) > 0 \quad (20 - 2)$$

Estas condiciones no son difíciles de cumplir aún si el valor presente de las remesas de utilidades, (VPRU), supera el valor presente del servicio de la deuda (VPSD). Por definición, $VPX > VPVAX > VPRU$, ya que el valor de la producción supera el valor agregado y las utilidades son un componente de este último. Si el país deudor está sujeto a una "brecha de divisas", el cumplimiento de la condición (20-1) es necesario para que una operación de conversión en nuevos activos pueda justificarse.

24/ El objetivo neto incluye efectos "indirectos" sobre la balanza de pagos y sobre el ingreso nacional que pueden ocasionar las operaciones de conversión en nuevos activos o capitales tal como la sustitución de proyectos de inversión ya previstos.

IV. FINANCIAMIENTO DE LAS OPERACIONES DE RESCATE Y DE
CONVERSION DE PAGARES DE LA DEUDA EXTERNA

Como se señaló, las divisas que financian la compra de pagarés en el exterior deberían provenir de tenencias que residentes domésticos e inversionistas extranjeros mantienen fuera del mercado oficial.^{25/} Sin embargo, la propia demanda por divisas que proviene de las operaciones de rescate de pagarés, estimula el desarrollo de un mercado cambiario paralelo y contribuye al diferencial cambiario "ó" entre el tipo de cambio paralelo y el tipo de cambio oficial. Este diferencial a su vez incentiva el desvío de divisas desde el mercado oficial al mercado paralelo (a través de la subfacturación de exportaciones, la sobrefacturación de importaciones y otras prácticas). Si esto ocurre, las operaciones de rescate de pagarés por parte de residentes domésticos distraen divisas de las importaciones y de otros usos, y al mismo tiempo, transfieren recursos al sector privado. La fórmula (11 - 1) señala que en el caso de divisas desviadas al mercado paralelo, el Banco Central deja de recibir la renta económica atribuible al diferencial cambiario $(1 - d_0) \delta_0$ en que $(1 - d_0)$ es el precio de mercado de los pagarés en el exterior.

Los bancos e instituciones deudoras locales que rescatan pagarés de deuda externa disponen de dos grandes alternativas para obtener los correspondientes medios de pago en moneda nacional. Primero, pueden

^{25/} Desde luego, el Banco Central de un país deudor puede recurrir a las reservas oficiales con el objeto de adquirir obligaciones externas de su propia emisión, y en el eventual caso de disponer de una holgura de reservas, contemplar alternativas de reconpra de pagarés en mayor escala, tal como la que recientemente realizó México.

incrementar otros componentes de sus pasivos (al margen de sus obligaciones con el exterior), en particular, sus niveles de endeudamiento con otros agentes domésticos. Por esta vía, los bancos locales que incrementan sus depósitos y captaciones del público para rescatar sus pagarés, convierten su deuda externa (en divisas) en deuda interna (en moneda nacional). Segundo, pueden reducir sus activos, ya sea vendiendo títulos financieros o valores en cartera o dando en pago o transando activos físicos o bienes. El gobierno tiene además otras alternativas para hacerse de fondos: puede recurrir a la tributación con el objeto de transferir recursos desde el sector privado, o bien, puede pedir prestado medios de pago al Banco Central.

El cuadro 4 enumera las principales alternativas de financiamiento con recursos nacionales que pueden contemplar las instituciones deudoras locales. Estas alternativas y su magnitud dependen del desarrollo que muestren los mercados domésticos de capital. Mercados de capital más desarrollados permiten a estas instituciones emitir una diversidad de títulos de deuda y de títulos financieros, y al Banco Central recurrir a operaciones de mercado abierto con el objeto de neutralizar el efecto expansivo sobre la emisión que puede ocasionar el rescate de sus propios pagarés.

Un banco o institución deudora local que rescata un monto " A_0 " de pagarés al tipo de cambio oficial y con un descuento " e_0 " por unidad de deuda externa, requerirá recursos en moneda nacional equivalentes a:

Cuadro 4

ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO DE LA COMPRA DE PAGARES DE LA DEUDA
EXTERNA CON RECURSOS EN MONEDA NACIONAL

Instituciones deudoras	Alternativas de financiamiento	Incremento de pasivos	Disminución de activos	Transferencia de recursos
Sector financiero		<ul style="list-style-type: none"> - Incremento de depósitos del público y de otros títulos de deuda. - Emisión de valores o títulos financieros. 	<ul style="list-style-type: none"> - Reducción de colocaciones recolectando créditos en sus fechas de vencimiento. - Venta de inversiones financieras. 	..
Banco Central		<ul style="list-style-type: none"> - Incremento de dinero M_0 si rescate pagarés de deuda externa de su emisión. - Emisión de valores o títulos financieros. 	<ul style="list-style-type: none"> - Reducción de reservas de divisas si compra directamente pagarés en el exterior. 	..
Gobierno		<ul style="list-style-type: none"> - Incremento préstamos del Banco Central. - Emisión de títulos de la Tesorería de la Nación. 	<ul style="list-style-type: none"> - Venta de activos reales. - Dación de activos reales en pago. 	<ul style="list-style-type: none"> - Aumento de impuestos al sector privado. - Incremento de préstamos de dinero del Banco Central.
Empresas		<ul style="list-style-type: none"> - Incremento préstamos con el sector bancario. 	<ul style="list-style-type: none"> - Venta de activos reales o financieros. - Dación de activos reales en pago. 	..

$$F_0 = (1 - e_0)TC_0A_0 \quad (21)$$

El cuadro 5 ilustra la magnitud de diversas fuentes de financiamiento en moneda nacional que rescatan, cada una, el equivalente al 1% de las deudas externas con la banca internacional de un grupo de países de la región admitiendo que las instituciones deudoras locales rescatan sus pagarés al tipo de cambio oficial y al 90% de sus precios de libro, $(1 - e_0) = 0.9$. La segunda y la tercera columna ilustran la expansión hipotética en la base monetaria M_0 , suponiendo que los gobiernos piden prestado a sus Bancos Centrales, o en la carga tributaria, que ocasionaría el rescate de pagarés de deuda externa del sector público, en el supuesto que los gobiernos no disponen de activos físicos para dar en pago, y que por ende, deben transferir recursos del sector privado. Estas cifras anticipan los problemas de extender la cobertura de los programas de rescate y de conversión de pagarés de deuda externa al sector público en países que ya tienen presiones inflacionarias y/o déficit en sus finanzas públicas.^{26/}

Las últimas dos columnas del cuadro 5 presentan el incremento en el cuasidinero, o alternativamente, la reducción en las colocaciones de crédito, que permitiría a la banca deudora local financiar una reducción del 1% en sus obligaciones con el exterior que indica la primera columna. En la práctica, un crecimiento más lento del crédito y/o una reducción en las inversiones financieras, facilitará a los bancos locales acomodar

^{26/} Véase E. Bacha, "Latin America's Crisis of Debt and Growth", Inter-American Dialogue, Plenary Session, 18-20 octubre 1987, Washington, D.C., mimeo, pp. 6-10.

categorías mentales derivadas de nuestra propia experiencia y la experiencia colectiva. Son ideas fijas, cristalizadas en nuestra mente, de "como son" las cosas (una proyección del pasado en el presente), y/o "como debieran o pudieran ser" (una proyección del pasado al futuro). Es el pasado que se repite. Y recordemos que la creatividad real responde siempre a una nueva visión. La relatividad de Einstein rompió con la mecanicidad de Newton.

El pensamiento limitado, psicológico, es denominado "ego" por varios autores contemporáneos.

Es este ego que crea una limitación en la ilimitación del océano de nuestra mente. Es el pensamiento del debiera ser, o como pudiera ser, o como fue en el pasado. Es el pensamiento que de continuo juzga. El pensamiento que divide en bueno o malo, feo o bonito, arriba o abajo, dentro o afuera. Es pensamiento dual, parcial, relativo.

Es ese cinco, diez por ciento de nuestra mente con el que nos identificamos y que siempre está diciendo que ahora no es lo suficientemente bueno pero que lo será cuando X, Y o Z ocurra o lo fue cuando X, Y o Z ocurrió.

Es este el pensamiento que nos mantiene nadando en la superficie del océano. El pensamiento con el que estamos identificados.

Y aquí yace la razón de nuestra falta de creatividad.

PROFUNDIZANDO EN EL OCEANO

Vivimos en una época en la que se han desempolvado y generado una cantidad de prácticas para conocer nuestra mente consciente e inconsciente, y conocer su fondo mismo. Los 3 Pasos de la Creatividad surgen de ellas y son los siguientes.

PRIMER PASO. TÉCNICA DE INTERIORIZACIÓN.

el aumento de depósitos y captaciones del público que demanda el rescate de sus pagarés de deuda externa.

V. POTENCIAL DE LAS OPERACIONES DE RESCATE Y DE CONVERSION

Restricciones a la demanda de pagarés de deuda externa, y también a su oferta, han limitado hasta ahora el aporte de los programas de conversión y de rescate a la reducción del sobreendeudamiento externo de los países de la región. Los gobiernos de diversos países han puesto en marcha programas que restringen el flujo de operaciones tanto por aprehensiones acerca de los beneficios netos de la conversión en activos como por los efectos macroeconómicos que se derivan de su financiamiento en moneda nacional.^{27/} En algunos países estas aprehensiones han conducido a la suspensión y/o al reestudio de programas de conversión en activos que estaban en marcha.^{28/}

Las provisiones o reservas de cartera que efectuó la banca acreedora internacional en el transcurso de 1987 aumentó sus provisiones a un promedio del orden del 25% de sus créditos a los países en vías de desarrollo. Sin embargo, sólo los bancos regionales americanos y un grupo de bancos continentales europeos cuentan con provisiones para enfrentar las pérdidas que ocasiona la venta de pagarés de deuda externa

^{27/} Para una revisión detallada de los programas de conversión de deuda en los países de la región véase: E. Lahera, "La conversión de la deuda vista desde América Latina", Revista de la CEPAL No. 32, agosto de 1987, pp. 105-125.

^{28/} Tal es el caso de México.

Cuadro 5

VARIACION DE FUENTES ALTERNATIVAS DE FONDOS EN MONEDA NACIONAL PARA
COMPRAR EN CADA CASO UN 1% DE LA DEUDA EXTERNA CON LA BANCA

(Rescate de pagarés por parte de instituciones deudoras
locales al 90% de sus valores nominales o de libro)

País	1% de deuda con la banca internacional a fines de 1985 (US\$ millones)	Recursos en moneda nacional			
		Incremento base monetaria de fines de 1985 en %	Incremento de ingresos públicos de 1985 en %	Incremento cuasi- dinero de fines de 1985 en %	Reducción de créditos del sistema bancario a/ al sector privado de fines de 1985 en %
Argentina	289.4	4.0	1.9	3.9	-2.3
Brasil	768.9	13.9	3.2	2.6	-1.4
Chile	141.8	24.3 b/	2.7	3.6	-1.7 c/
Colombia	64.6	2.1	1.1 d/	2.3	-0.7
Ecuador	51.7	5.4	1.7	7.7 e/	-2.1
México	745.2	4.4	2.2	2.9	-3.7
Perú	56.1	2.3	2.0	3.4	-2.6
Venezuela	258.3	2.9	1.5	2.0	-0.8

Fuente: BIS, "International Banking and Financial Market Developments", abril de 1987, tabla 4a.
FMI, "Estadísticas Financieras Internacionales", abril de 1988, varios cuadros.

- a/ Incluye bancos creadores de dinero y otras instituciones bancarias.
b/ Considera base monetaria y tipo de cambio oficial de fines del tercer trimestre de 1985.
c/ Considera créditos y tipo de cambio oficial de fines del segundo trimestre de 1985.
d/ Considera ingresos públicos de 1983 y tipo de cambio oficial promedio de ese año.
e/ Considera cuasidinero y tipo de cambio oficial de fines de 1984.

con los descuentos los que se han transado recientemente en el mercado (y que se presentaron en el cuadro 1).^{29/} La carencia de suficientes provisiones, en relación con estos descuentos, ha desincentivado a los demás bancos acreedores a ofrecer sus pagarés en el mercado. En cambio, los ha estimulado a realizar conversiones directas de deuda en activos de acuerdo a los términos de las fórmulas (13 - 1) y (13 - 2).

El cuadro 6 muestra la situación de los programas de conversión y de rescate, y sus saldos acumulados a mitades de 1987, en diversos países de la región. Chile es el único país con montos rescatados o convertidos a esa fecha que ya significaban un porcentaje apreciable de su deuda externa con la banca internacional.

Los cuadros 7 y 8 presentan antecedentes acerca del potencial de los programas de rescate y de conversión de la deuda externa en América Latina. La columna (d) del cuadro 7 muestra que la proporción de deuda con la banca internacional alcanzó en promedio a 0.62 del total de la deuda externa de la región en la segunda mitad de 1987. La columna (e) señala que la proporción de depósitos de residentes latinoamericanos en la banca internacional se situó en promedio en 0.23 de la deuda externa de la región con dicha banca en ese período. El cuadro 8 coteja las proporciones de estos depósitos en un grupo de países de la región con

^{29/} Los bancos acreedores tenían las siguientes provisiones como proporciones de sus stocks de crédito a fines de 1987: grandes bancos de Estados Unidos, 25%; bancos regionales de Estados Unidos, 40-50%; bancos ingleses, 25%; bancos continentales europeos, 40-60%; bancos japoneses, 5%. Véase M.L. Williamson, "Banking Regulations and Debt: A Policy of Flexible Response", overseas Development Council, Washington, D.C., 1988.

Cuadro 6

SITUACION Y ALCANCE DE LOS PROGRAMAS DE CONVERSION Y RESCATE
DE DEUDA EXTERNA A MITADES DE 1987

Situación/país	Total de deuda convertida a mitades de 1987 (US\$ millones)	Deuda convertida como % deuda con bancos de fines de 1986
Progreso activo		
Chile	1 890	13.6
México <u>a/</u>	850	1.1
Ecuador	77	1.1
Costa Rica	39	2.8
Anunciado pero no activo		
Argentina <u>b/</u>	500	1.5
Venezuela	-	-
En negociación		
Brasil	2 500	3.2
Bolivia	-	-
Jamaica	-	-

Fuente: "LDC debt realities", World Financial Markets, Morgan Guarantee Trust and Co. N.Y., junio/julio 1987.

a/ Suspendió la conversión en activos.

b/ Puso en marcha un programa de conversión en activos a comienzos de 1988.

las porciones de sus excesos de deuda externa obtenidas a partir de las deudas externas sostenibles que estimó Massad (véase cuadro 2). La columna (c) del cuadro 8 deja en claro que en varios países altamente endeudados de la región la repatriación de capital podría jugar un importante papel en la compra de sus pagarés en el exterior. En cuanto a la oferta de pagarés para operaciones de conversión en activos por parte de la banca internacional, Spieles estimó que los grandes bancos de Estados Unidos y que los bancos regionales de este país y los bancos europeos estarían dispuestos a desprenderse del orden de un 15% y de un 30% de sus respectivos créditos.^{30/}

Estos antecedentes indican que una ampliación en la escala de los programas de rescate y de conversión podría reducir el sobreendeudamiento externo de los países de América Latina. Sin embargo, la baja probabilidad que puede atribuirse a substanciales repatriaciones de capital por parte de residentes domésticos, las diversas condiciones que requiere la ampliación de estos programas (bien ejemplificados en el caso de Chile),^{31/} y el comportamiento reciente de la deuda externa de los países de la región que figuran en las últimas columnas del cuadro 7,

^{30/} W. Spieles, "Debt-Equity Swaps and the Heavily Indebted Countries", Intereconomics, mayo-junio 1987, pp. 120-124.

^{31/} Este país ofrece condiciones particularmente favorables para las operaciones con pagarés de su deuda externa: voluntad política para dar activos en pago incluyendo activos del sector público, mercado paralelo de divisas que ha operado con un moderado diferencial en relación con el tipo de cambio oficial, tipo de cambio preferencial para la conversión en activos, compra de activos de capital existente sin requisitos de inversión adicional, inflación controlada y un mercado de capitales que permite graduar la emisión de dinero que ocasionan las operaciones de rescate del Banco Central.

Cuadro 7

AMERICA LATINA: DEUDA EXTERNA Y DEPOSITOS EN EL EXTERIOR

(Saldos en millones de US\$)

Países	Deuda externa desembolsada	Deuda externa con la banca internacional	Depósitos de residentes en bancos extranjeros	Deuda externa con bancos como proporción de la deuda externa	Depósitos de residentes como proporción de la deuda externa con bancos	Crecimiento anual deuda externa en %	
	Dic. de 1987	junio de 1987	junio de 1987	(d = b/a)	(e = c/b)	1986	1987
	(a)	(b)	(c)			(f)	
América Latina	409 815	252 340 a/	58 139 a/	0.62	0.23	4.3	4.3
Países export. de petróleo	167 150	112 150	31 354	0.67	0.28	2.7	3.7
Bolivia	4 450	614	103	0.14	0.17	12.3	4.3
Ecuador	9 600	5 417	1 588	0.56	0.29	10.8	11.0
México	105 600	75 933	14 906	0.72	0.20	3.8	4.0
Perú	15 300	5 340	1 820	0.35	0.34	5.4	5.8
Venezuela	32 200	24 846	12 937	0.77	0.52	-4.4	-0.1
Países no export. de petróleo	242 665	140 190 a/	26 785 a/	0.58	0.19	5.8	4.7
Argentina	54 500	33 264	6 663	0.61	0.20	6.6	5.8
Brasil	116 900	81 526	10 617	0.70	0.13	5.6	5.3
Colombia	15 700	6 345	2 941	0.40	0.46	8.4	6.4
Costa Rica	3 800	862	180	0.23	0.21	-0.1	1.6
Chile	20 510	13 743	2 355	0.67	0.17	1.3	-0.1
El Salvador	2 250	217	76	0.10	0.35	1.8	2.3
Guatemala	2 720	477	1 291	0.17	2.71	0.6	3.0
Haití	740	27	86	0.04	3.18	16.7	5.7
Honduras	3 145	288	89	0.09	0.31	4.6	7.3
Nicaragua	6 200	568	40	0.09	0.07	17.0	7.4
Panamá	4 900	n.d.	n.d.	--	--	1.0	2.0
Paraguay	2 000	594	211	0.30	0.35	3.8	8.6
Rep. Dominicana	3 700	335	251	0.09	0.75	-1.2	1.5
Uruguay	5 600	1 944	1 985	0.35	1.02	3.8	8.6

Fuente: CEPAL, Estimaciones preliminares sobre la base de fuentes oficiales.

BIS, "International Banking and Market Developments", octubre de 1987, table 4a y 4b.

a/ Excluye Panamá

Cuadro 8

POTENCIAL DE LAS OPERACIONES DE RESCATE DE DEUDA EXTERNA
RECURRIENDO A LA REPATRIACION DE CAPITAL

Países	Depósitos de residentes en bancos extranjeros como proporción de la deuda externa con la banca	Exceso de deuda externa como proporción de la deuda externa con la banca a/	Depósitos de residentes en bancos extranjeros como proporción de la deuda externa con la banca
	(a)	(b)	(c = a/b)
Argentina	0.20	0.39	0.51
Brasil	0.13	0.34	0.38
Chile	0.17	0.58	0.29
México	0.20	0.49	0.41
Perú	0.34	1.32	0.26
Venezuela	0.52	0.43	1.21

Fuentes: Cuadros 2 y 7.

a/ Los porcentajes de excesos de deuda externa se obtuvieron recurriendo a la expresión:

$$\left(1 - \frac{\text{Deuda externa sostenible}}{\text{Deuda externa}}\right) \cdot \left(\frac{\text{Deuda externa}}{\text{Deuda externa con bancos}}\right)$$

abren interrogantes acerca del potencial de estos programas. Tal como lo señaló el banco Morgan, es más realista esperar que las operaciones de rescate y de conversión contengan el aumento o estabilicen los niveles prevaletentes de deuda externa de la mayor parte de los países, salvo el componente de deuda con la banca internacional, el que podría reducirse significativamente.^{32/}

Resumen y conclusiones

1. Los principales propósitos de los programas de rescate y de conversión de la deuda externa, desde el punto de vista de un país deudor, son captar o "nacionalizar" la renta económica que posibilita el descuento en el precio de mercado de sus pagarés y atenuar la restricción de divisas al crecimiento que se deriva de su situación de sobreendeudamiento externo.
2. La conversión de pagarés de deuda externa en bonos de deuda externa por parte de una institución pública del país deudor, o por parte de una agencia internacional encargada de abordar el sobreendeudamiento externo de los países en vías de desarrollo permite reducir la deuda externa y su servicio y no requiere de financiamiento con recursos en moneda nacional. Hasta ahora, sólo México ha efectuado este tipo de conversión y sólo en menor escala a la esperada y con pocas ventajas. Esto, porque los bancos

^{32/} World Financial Markets, Morgan Guaranty Co. of New York, junio-julio 1987, p. 12.

acreedores dudan que el precio de mercado de los pagarés refleje los factores fundamentales de oferta y de demanda que están en juego, y porque un número de estos bancos no cuenta con suficientes provisiones de cartera para enfrentar las pérdidas que involucra la venta de sus pagarés con los descuentos que han prevalecido recientemente en el mercado.

La conversión de pagarés de deuda externa en bonos "especulativos" de deuda externa por parte de instituciones residentes en el extranjero con fines comerciales, no es conveniente para los países deudores ya que el descuento en el precio de sus pagarés sería captado por residentes extranjeros. Por esta razón, no disminuiría el valor contractual de la deuda externa y de su servicio.

3. El rescate de pagarés de deuda externa por parte de residentes domésticos que repatrian capital comprando pagarés con sus tenencias de divisas localizadas fuera del mercado oficial, es potencialmente muy beneficioso para los países deudores. Estos últimos pueden captar íntegramente el descuento con el que la banca acreedora transa sus pagarés, y por ende, reducir su deuda externa y su servicio. Sin embargo, el logro de beneficios netos requiere de programas que eviten "máquinas" para remitir divisas al exterior y "viajes de divisas en redondo", y que controlen el desvío de divisas desde el mercado oficial al mercado paralelo (ante el incentivo que introduce el diferencial cambiario entre ambos

mercados). Los flujos de divisas al exterior pueden prevenirse introduciendo una licitación competitiva de derechos para operar a fin de reducir la expectativa de ganancias netas en divisas de estas operaciones a cero.

4. La conversión de pagarés de deuda externa en títulos de propiedad sobre activos o capital doméstico por parte de inversionistas residentes en el extranjero que compran pagarés a la banca acreedora con sus propias tenencias de divisas, es beneficiosa para el país deudor si se traduce en ampliaciones en su capacidad instalada de producción. El beneficio neto es substancial en países sujetos a una restricción de divisas si las nuevas inversiones se orientan a la producción de bienes exportables o importables. En cambio, si las operaciones de conversión en títulos de propiedad se canalizan sólo hacia la adquisición de activos ya existentes que se encuentran en producción, con toda seguridad, terminarán por agravar los problemas de divisas y por reducir el ingreso nacional del país deudor. Este resultado se origina en remesas de utilidades que exceden el servicio de la deuda que se deja de hacer con un producto (PGB) que no varía.

5. Para financiar la compra de pagarés de deuda externa (provenientes de su rescate o de su conversión en activos) las instituciones deudoras locales pueden aumentar sus pasivos o disminuir sus activos en moneda nacional. Si el país deudor dispone de un mercado de capital relativamente desarrollado, los bancos locales

podrán aumentar sus depósitos del público, y el Banco Central y el gobierno podrán emitir bonos de deuda interna, con el objeto de sostener programas de rescate o de conversión en mayor escala sin afectar mayormente las tasas domésticas de interés. En cambio, si el mercado de capital es poco desarrollado, el Banco Central tendrá que recurrir preferentemente a la emisión de dinero, y el Gobierno a la tributación, a la venta de activos, o a los préstamos del Banco Central. Esta situación anticipa las dificultades de acomodar programas amplios de rescate o de conversión de deuda externa en países que registran déficit públicos y/o presiones inflacionarias.

6. Los precios de mercado de los pagarés de deuda externa pueden subestimar sus precios de equilibrio y apuntan a marcados efectos de sustitución por el lado de la oferta de pagarés. En este contexto, los países deudores pequeños pueden aprovechar el descuento prevaleciente en el precio de mercado de sus pagarés ampliando la escala de sus programas de rescate y de conversión antes que lo hagan los países deudores líderes de la región. En buena medida, la resistencia de los grandes bancos acreedores a transar sus pagarés radica en la actual estrechez de los programas de estos últimos países. Si estos programas se ampliaran, habría un alza en el precio de sus pagarés que se propagaría al resto del mercado.

7. La importancia de las operaciones de rescate y de conversión de la deuda externa radica en la baja probabilidad de condonación de los compromisos de los países más endeudados de la región que registran un mayor desarrollo económico relativo. Sin embargo, no se vislumbra que estas operaciones permitan una solución global al problema del sobreendeudamiento externo. En la mayor parte de los países, los respectivos programas podrían atenuar el crecimiento o estabilizar sus deudas externas aunque, podrían reducir en forma apreciable las deudas con la banca internacional.