

NACIONES UNIDAS

COMISION ECONOMICA
PARA AMERICA LATINA
Y EL CARIBE - CEPAL



Distr.
LIMITADA

LC/MEX/L.137
5 de septiembre de 1990

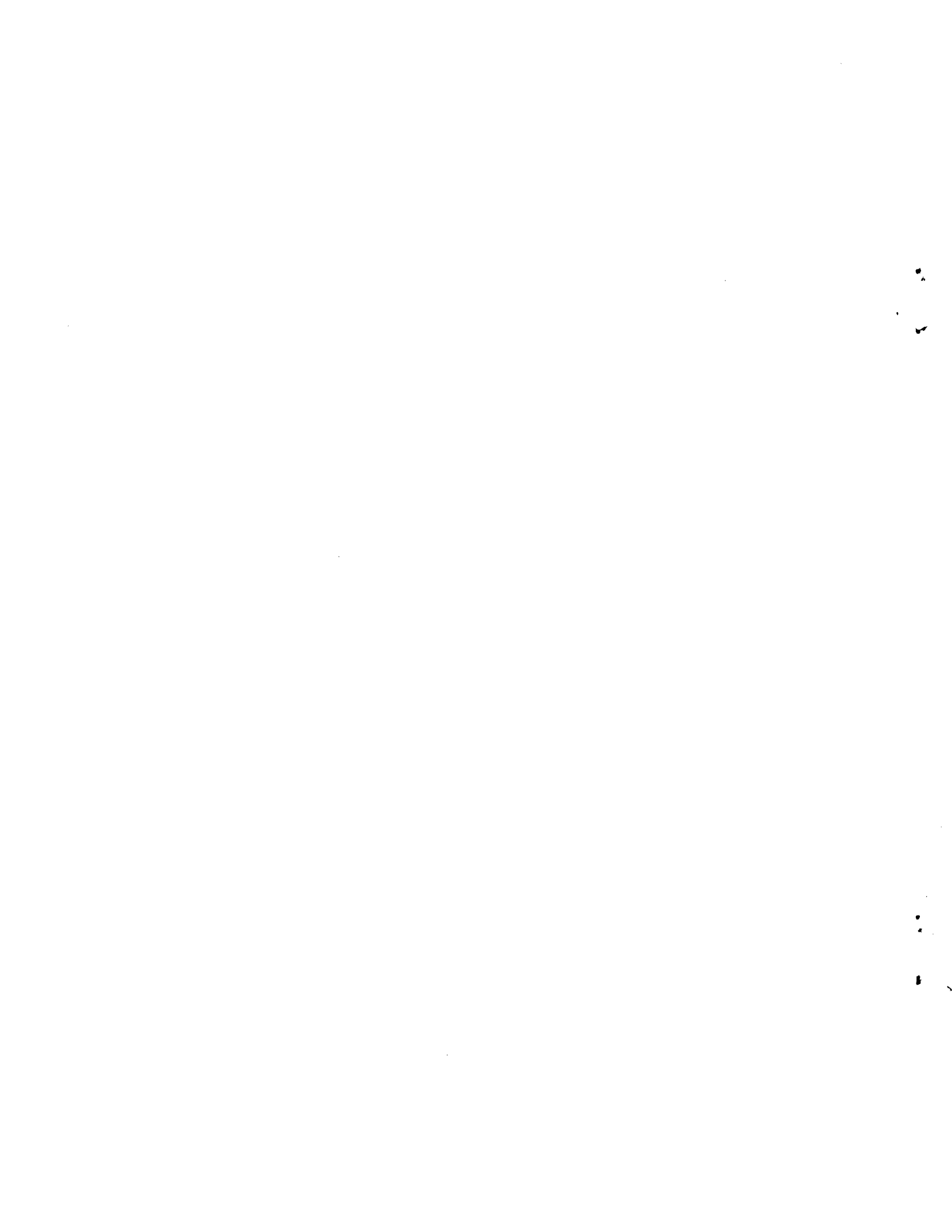
ORIGINAL: ESPAÑOL



EVOLUCION DE LA ESTRATEGIA INTERNACIONAL PARA EL
MANEJO DE LA CRISIS DE ENDEUDAMIENTO DE
LOS PAISES EN DESARROLLO

Este documento fue elaborado en el marco del Proyecto CEPAL/PNUD/UNCTAD "Administración de la deuda externa en los países de América Central" (RLA/87/030).

90-9-196



INDICE

	<u>Página</u>
Introducción	1
I. El enfoque inicial	3
II. El Plan Baker	5
1. Contenido de la propuesta	5
2. Un breve examen de su impacto	5
3. Comentarios sobre los alcances y las limitaciones del Plan	9
III. El enfoque del "menú del mercado"	11
1. Operaciones de empréstito	12
2. Mecanismo de intercambio y conversión de deuda	12
3. Cambio de deuda por títulos	20
4. Mecanismos de recompra	23
5. Un comentario sobre las opciones ofrecidas por el "menú del mercado"	24
IV. El Plan Brady	26
1. Contenido y aspectos innovadores de la propuesta	26
2. Algunos problemas sobre la operatividad del Plan	30
3. Un caso de renegociación en el marco de la iniciativa Brady	34
<u>Bibliografía</u>	39



INTRODUCCION

Al iniciarse el decenio de 1990, el problema de la deuda externa en América Central sigue representando un obstáculo muy serio en el proyecto de recuperación de un nuevo ciclo de crecimiento sostenido. Si bien es cierto que por su magnitud absoluta la deuda externa no ha representado una amenaza para la solvencia y la seguridad del sistema bancario centroamericano, por su proporción con las variables económicas internas sí constituye una restricción fundamental para el desarrollo del Istmo Centroamericano y de cada uno de los países que lo integran.

Cualquier indicador que se analice lleva a la conclusión de que los "pequeños deudores" centroamericanos son, al mismo tiempo, países con una deuda externa de grandes proporciones. La sola comparación de algunos coeficientes de endeudamiento de la subregión con las grandes economías latinoamericanas o los promedios del conjunto de América Latina pone de manifiesto la mayor dimensión relativa del problema en el Istmo y su agravamiento en el transcurso del decenio precedente.

En contraste, los acreedores emprendieron desde 1982 acciones que les permitieron mejorar paulatinamente su posición financiera, de manera que tanto ésta como su postura negociadora son en la actualidad menos acuciantes que en el pasado. Este contraste es en gran parte resultado de las estrategias implantadas a nivel internacional al inicio de los años ochenta. Las medidas adoptadas en el marco de estas estrategias no han sido tan eficientes como se esperaba. Debe reconocerse que pese al gran esfuerzo de ajuste realizado por los países endeudados, dichas estrategias reportaron mayores beneficios a los acreedores.

En la década que se inicia, los países endeudados enfrentan el reto de revertir la situación de prolongado estancamiento en que se encuentran sus economías. Para ello, sus negociaciones financieras internacionales deberán volverse más efectivas y conducir paralelamente a obtener recursos adicionales y reducir la deuda histórica acumulada, en plazos que son cada vez más perentorios.

En el presente documento se analiza la evolución de la estrategia adoptada para enfrentar el problema, poniendo el acento en las propuestas relacionadas con el enfoque del llamado "menú del mercado" y, más recientemente, con la iniciativa Brady.

El documento consta de cuatro capítulos. En el primero, el más breve, se consideran los rasgos esenciales de la estrategia adoptada en 1982. En el segundo se presenta el llamado Plan Baker y se examina brevemente su impacto. Se efectúa en el tercero un recuento de las principales opciones desarrolladas para capturar el descuento de la deuda, ofrecido en los mercados secundarios. Por último, en el cuarto y el quinto capítulos se examinan las propuestas del Plan Brady y algunos de sus principales problemas de operación.

I. EL ENFOQUE INICIAL

La estrategia adoptada inicialmente por la comunidad financiera internacional para manejar la crisis de endeudamiento de los países en desarrollo tuvo cuatro componentes esenciales: a) las economías endeudadas adoptaron programas de ajuste estructural, concertados con el Fondo Monetario Internacional (FMI); b) este organismo fue dotado de mayores recursos para apoyar dichos programas, así como de facultades para supervisar la política económica de los países con problemas de pago; c) los bancos comerciales asumieron el compromiso de proporcionar nuevos créditos, bajo un régimen de "préstamos involuntarios", y d) los gobiernos representados en el Club de París mantuvieron los préstamos comerciales y concedieron créditos puente provenientes del Banco de Pagos Internacionales.

Esta estrategia partió de un diagnóstico que interpretaba las dificultades de pago de los países endeudados como una situación de liquidez y no de solvencia. Tal visión de los acontecimientos financieros de principios de los años ochenta descartó la existencia de problemas estructurales o de largo plazo. ^{1/} Al finalizar 1982 y durante 1983 predominó en los medios financieros la convicción de que si los actores involucrados cumplían su papel, el problema habría de resolverse en lo fundamental en un plazo de dos a tres años. Esta expectativa se basó en buena medida en la hipótesis de que la mejora de las condiciones económicas internacionales, por medio de la reactivación de las economías desarrolladas, reduciría sustancialmente las cargas financieras y las presiones económicas de los países endeudados.

El dinamismo alcanzado en 1984 por la recuperación económica internacional y el esfuerzo de ajuste económico sin precedentes, emprendido por la mayoría de los países endeudados de América Latina, reforzaron durante ese año, en los agentes financieros del mundo industrializado, una percepción de optimismo con respecto a la viabilidad de la estrategia adoptada. No obstante, hacia 1985 esa visión debió modificarse ante la

^{1/} La percepción inicial de la crisis financiera, iniciada formalmente a partir de la declaración mexicana de agosto de 1982, quedó documentada en numerosos informes oficiales y trabajos académicos, como por ejemplo: Council of Economic Advisers (1984), págs. 71 a 85, World Bank (1983), pág. vii, y W.R. Cline (1983), págs. 71 y siguientes. Véase la bibliografía al final del documento.

multiplicación de hechos económicos y políticos que indicaban que los resultados esperados no se estaban verificando. La mayoría de los países endeudados enfrentaban fuertes presiones sociales producidas por el contenido eminentemente recesivo de los programas de ajuste económico; los precios de sus materias primas y los costos financieros reales del endeudamiento externo no mejoraban pese a la recuperación económica de las naciones desarrolladas y, en fin, al tiempo de que el monto de los flujos financieros oficiales aumentaba muy levemente, los créditos bancarios se reducían en forma drástica. ^{2/} En este marco, hacia fines de 1985 se introdujeron, a iniciativa del gobierno estadounidense, algunas modificaciones al enfoque y la estrategia originales.

^{2/} Para una evaluación sucinta y reciente de esta primera fase, véase, J. Silva-Herzog (1989), págs. 2 a 5.

II. EL PLAN BAKER

1. Contenido de la propuesta

La iniciativa promovida por el Gobierno de los Estados Unidos en la reunión anual conjunta del FMI y del Banco Mundial de octubre de 1985 inició la transición del enfoque prevaleciente hacia una estrategia más activa de los agentes financieros frente a la crisis de endeudamiento. ^{3/} Esta iniciativa, conocida oficialmente como Programa para el Crecimiento Sostenido más que innovar intentaba complementar la estrategia original por medio de tres elementos: a) el redoblamiento de los esfuerzos de ajuste estructural de los países endeudados, que fueron llamados a reformar su política económica para promover el crecimiento, reducir la inflación y asegurar el ajuste de su balanza de pagos; b) el mantenimiento del papel del FMI en el diseño y seguimiento de los programas de ajuste y estabilización, ahora con asistencia de los bancos multilaterales de desarrollo, que fueron llamados a apoyar financieramente proyectos sectoriales y de cambio estructural; c) el incremento de los préstamos provenientes de la banca comercial para los países que impulsasen reformas económicas. (Véase un resumen de la iniciativa en el cuadro 1.)

2. Un breve examen de su impacto ^{4/}

El logro del objetivo general del Plan Baker ("crecer para pagar") quedó sujeto, en primer lugar, al intento de movilizar un mayor flujo de recursos financieros de los bancos comerciales y las agencias multilaterales de desarrollo a los países endeudados. En el período 1986-1988, que cubre el horizonte temporal originalmente adoptado por esta iniciativa, las corrientes de financiamiento adicional --indispensables para respaldar el ajuste y las reformas exigidas a las economías deudoras-- evolucionaron de manera desfavorable. (Véase el cuadro 2.)

^{3/} Esta iniciativa del Secretario del Tesoro de la segunda administración del Presidente Reagan, junto con los acuerdos promovidos un mes antes en el Hotel Plaza para reducir el tipo de cambio del dólar, suelen ser interpretados como ejemplos de un cambio hacia una postura de activismo en el régimen de política económica internacional. Véase, por ejemplo, Council of Economic Advisers (1986), págs. 85 a 103, y W. R. Cline (1989), pág. 3.

^{4/} Este punto se basa en W.R. Cline (1989) y R. Solomon (1989).

Cuadro 1

PLAN BAKER: CONTENIDO Y OBJETIVOS

Actor	Objetivo	Instrumentación
Países endeudados	Profundización del ajuste macroeconómico y la reforma estructural	<ul style="list-style-type: none"> - Apertura comercial - Liberalización de la política de inversión extranjera directa - Privatización de empresas públicas
Bancos	Incremento neto de los préstamos a los 15 países en desarrollo incluidos en el Plan	<ul style="list-style-type: none"> - Desembolso de 7,000 millones de dólares iniciales (20,000 millones por tres años) o de 2-2 1/2% de la exposición bancaria existente cada año
Organismos multilaterales	Incremento neto de los recursos prestables a disposición de los países con problemas de pago	<ul style="list-style-type: none"> - Apoyo de los países industrializados para proveer a estos organismos de recursos suficientes para aumentar un 50% sus desembolsos actuales (o 3,000 millones de dólares anuales por tres años, adicionales a los 4,000 millones de dólares de préstamos netos que ya otorgaban).

Cuadro 2
 FLUJOS DE CAPITAL A LOS PAISES ALTAMENTE ENDEUDADOS
 (Miles de millones de dólares)

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
Total	27 295	30 973	25 700	19 808	11 725	9 557	8 836	11 193
Fuentes oficiales	7 090	7 710	12 125	9 381	6 380	6 102	3 905	5 743
Multilateral	2 719	3 881	3 069	4 522	3 997	5 150	3 370	4 082
Bilateral	3 158	1 719	2 539	1 525	697	1 158	1 919	2 738
FMI	1 213	2 110	6 517	3 334	1 686	-206	-1 384	-1 077
Bancos comerciales^{a/}	20 205	23 263	13 575	10 427	5 345	3 455	4 931	5 450

Fuente: W. R. Cline (1989), con base en información del Banco Mundial y del FMI.

a/ Para 1981 y 1982, desembolsos netos de los "mercados financieros". Para 1983-1988, desembolsos efectuados en el marco de los arreglos de "dinero nuevo".

Tomando como base la información referida a los principales países receptores del Plan Baker ("the Baker countries"), ^{5/} se advierte que los desembolsos de la banca comercial sólo alcanzaron durante el trienio aludido un monto global equivalente a dos tercios de la cantidad esperada. En promedio, los desembolsos de la banca comercial se situaron durante estos tres años por abajo del monto, ya de sí modesto, del año 1985. La comparación con el período 1982-1984, que cubre el inicio y la primera fase de la crisis, es todavía menos favorable.

Los bancos comerciales se resistieron a ampliar sus carteras de crédito a los países con dificultades de pago. Ello no sólo a causa de evaluaciones de la desvalorización de facto registrada en los mercados por la deuda desembolsada, sino por la desconfianza de las entidades bancarias vis-a-vis la viabilidad de la estrategia instrumentada para manejar la crisis de la deuda. En opinión de algunos especialistas, esta resistencia la explica la posición negociadora de los bancos, que es suficientemente fuerte para asegurar el pago íntegro de intereses sin necesidad de comprometer dinero nuevo. ^{6/}

Los flujos provenientes de las fuentes oficiales también fueron insatisfactorios. En lugar del incremento de 3,000 millones de dólares anuales, proyectado en el Plan, éstos disminuyeron en conjunto cerca de 4,000 millones. De esta forma, durante 1986-1988, las fuentes oficiales otorgaron en promedio un total de 5,000 millones de dólares, lo que significó una disminución de más de 45% con respecto a los promedios del período 1982-1984. La principal causa de esta merma fue la marcada reducción de los flujos provenientes del FMI. Esta institución, proveedora tradicional de fondos financieros a los países endeudados, se convirtió en el lapso 1986-1988 en receptora neta de recursos por casi 1,000 millones de dólares anuales. Frente al modesto incremento (8% en promedio anual respecto de 1982-1985) de los préstamos de las fuentes multilaterales y la recuperación limitada de los créditos de agencias bilaterales, el fuerte decremento de los flujos del FMI ocasionó que el financiamiento conjunto de los agentes oficiales se situara muy por debajo de las expectativas del Plan Baker.

^{5/} Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia, Costa Rica, Costa de Marfil, Chile, Ecuador, Filipinas, Jamaica, México, Marruecos, Nigeria, Perú, Uruguay, Venezuela y Yugoslavia.

^{6/} Véase, P. Krugman (1989).

3. Comentarios sobre los alcances y las limitaciones del Plan

Más allá de sus obvias limitaciones para aportar salidas efectivas a la crisis de endeudamiento, el Plan Baker tuvo importancia al menos por dos razones. La primera porque el plan permitió nuevamente ganar tiempo a la comunidad financiera internacional sin que ocurrieran rompimientos. La segunda debido a que reflejó un cambio conceptual de la comunidad política de los países acreedores, la que, por este medio, reconoció que el problema de la deuda externa se había convertido en un problema de desarrollo económico.

Ahora bien, a la luz de los resultados tangibles para los países endeudados, en particular de aquéllos cuya deuda externa es poco significativa desde el punto de vista global, el Plan Baker aparece más como un mecanismo de continuidad y reforzamiento de la estrategia inicial que como una plataforma de acciones conducentes a una disminución efectiva del peso económico y financiero derivado de la crisis de pagos. ^{7/} De hecho, tal continuidad está implícita en el propio funcionamiento del Plan: la condición para acceder al financiamiento teóricamente ofrecido es demostrar, a satisfacción de los acreedores, la aplicación en el país en cuestión de las medidas y reformas económicas que le fueron recomendadas. No obstante, para impulsar las reformas requeridas y lograr las altas tasas de inversión necesarias para renovar el crecimiento y mantener la expansión de las exportaciones, ^{8/} es imperativo contar con financiamiento adecuado. Este problema no fue en general resuelto por las acciones emprendidas en el marco del Plan Baker. ^{9/}

Otra limitación importante del Plan fue la relativamente débil capacidad de los gobiernos de los países desarrollados para persuadir a los bancos comerciales a comprometer nuevos fondos en los montos esperados.

^{7/} J. Silva-Herzog, por ejemplo, opina del Plan Baker: "En el fondo fue una prolongación de lo anterior, dentro de un enfoque de más de lo mismo. Hay incluso quien ha llegado a pensar que el Plan Baker, en realidad, nunca existió. La estrategia de la deuda, en el fondo, ha sido una sola". Véase, J. Silva Herzog (1989), pág. 5. Un enfoque crítico del Plan, hecho desde una perspectiva estadounidense, se encuentra en B. Bradley (1987), págs. 71 y 72.

^{8/} Para una argumentación en favor de estos imperativos fijados al comportamiento económico de los deudores véase, entre otros, Council of Economic Advisers (1989), págs. 139 a 141.

^{9/} A. Fishlow (1987), págs. 106 y 107.

Por último, la magnitud de la asistencia considerada originalmente en el Plan Baker ha sido muchas veces criticada como un objetivo a la vez modesto e inadecuado para impulsar aquello que al menos teóricamente aparecía como objetivo central y elemento innovador del Plan: el crecimiento económico de los países endeudados.

III. EL ENFOQUE DEL "MENU DEL MERCADO"

Al planteamiento original del Plan Baker se añadieron, en septiembre de 1987, nuevamente a iniciativa del gobierno estadounidense, las opciones del llamado "menú" del mercado para operar reducciones voluntarias de deuda y diversos mecanismos de conversión. Antecedentes importantes de la incorporación de este enfoque a la iniciativa Baker fueron la moratoria brasileña de inicios de ese mismo año y la decisión del Citibank, adoptada posteriormente por el resto de los grandes bancos estadounidenses, de incrementar sus reservas contra pérdidas por préstamos. Ambos acontecimientos precipitaron una caída por abajo de la barrera del 50% de los precios de la deuda externa en los mercados secundarios.

La extensión de los mecanismos asociados a este enfoque, así como su incorporación a la iniciativa Baker, constituyen un claro reconocimiento de las limitaciones del tratamiento convencional del problema de pagos. Las diversas opciones del "menú", por otra parte, constituyen también una respuesta pragmática de los mercados financieros frente a un problema que lejos de aminorarse con el paso del tiempo se fue incrementando año con año después de 1982.

El enfoque del "menú" del mercado persigue esencialmente modificar la naturaleza de una parte de las exigencias bancarias sobre los países deudores por medio del establecimiento de esquemas de conversión y de recompra con descuento, entre otras modalidades menos difundidas hasta ahora. En sus orígenes, este enfoque fue considerado por numerosos especialistas y por no pocos de quienes toman decisiones como un medio idóneo para la consecución simultánea de dos grandes objetivos en los países deudores: incrementar su acopio de recursos financieros y reestructurar parte de su deuda externa, capturando el descuento ofrecido en los mercados secundarios. Con este espíritu se han puesto en operación varios tipos de mecanismos: a) el esquema denominado de re préstamo o recanalización de créditos; b) el de intercambio de deuda por inversiones; c) el de intercambio de deuda por bonos garantizados, y d) el de recompra de pasivos. En las páginas que siguen se describe la naturaleza de estas transacciones. En algunos casos se hace referencia a experiencias concretas y, cuando ello es factible, se evalúan brevemente sus impactos.

1. Operaciones de représtamo

Se trata de un mecanismo que permite a los bancos acreedores reasignar créditos dentro de un determinado país deudor. Normalmente, esta modalidad tiene lugar en el marco de un acuerdo de reprogramación o de reestructuración de la deuda existente. Desde el punto de vista formal, el procedimiento se registra como una operación en la que el deudor nacional repaga deuda externa, y los fondos los vuelve a prestar el acreedor al mismo prestatario, o bien a otro agente, agencia o entidad del mismo país. En la práctica, los fondos prestables se depositan generalmente en el banco central del país deudor, el cual garantiza la puesta en operación de este esquema.

En algunos casos, este esquema ha representado para los acreedores un medio para evadir disposiciones legales que restringen, en el país de origen, los montos susceptibles de volverse a prestar a un deudor determinado. En ocasiones, también ha representado un mecanismo casi equivalente al de conversión de deuda por capital. Una empresa multinacional, por ejemplo, puede comprar uno de estos préstamos y extenderlo a su subsidiaria, que en los hechos estará siendo financiada por la casa matriz con una tasa de cambio preferencial. (Véase un ejemplo de représtamo en el recuadro adjunto.)

2. Mecanismo de intercambio y conversión de deuda

Desde 1983, un número cada vez mayor de países endeudados ha venido adoptando diversos mecanismos que permiten canjear porciones de su deuda externa por otros instrumentos, incluyendo deuda reestructurada. Los bancos acreedores han encontrado en ello posibilidades interesantes para eliminar de sus activos deudas, problemáticas o no, con la posibilidad adicional de obtener comisiones por concepto de asesoría e intermediación. Entre 1984 y el otoño de 1987 (fecha en la que el enfoque del "menú" fue incorporado al Plan Brady) se realizaron operaciones de conversión por un total de 5,800 millones de dólares de deuda en los cinco países en donde tales esquemas habían cobrado mayor importancia: Argentina, Brasil, Chile, México y Filipinas. El total de deuda así retirada por esas naciones representaba poco menos del 2% de su débito exterior consolidado. (Véase el cuadro 3.) ^{10/}

^{10/} Véase, A. Calame (1989), págs. 4 y 5.

UN CASO DE REPRESTAMO

El 14 de agosto de 1987, el gobierno mexicano firmó un acuerdo con los bancos acreedores para el refinanciamiento voluntario de una parte de la deuda externa del sector privado cubierta por el Fideicomiso para la Cobertura de Riesgos Cambiarios (FICORCA), mecanismo financiero creado a principios de la crisis de pagos por las autoridades de México para facilitar la reestructuración de la deuda externa del sector privado. El acuerdo estableció que, contra pagos del principal, convenidos previamente, los bancos podrían otorgar de inmediato créditos por montos equivalentes. En general, las condiciones de estos nuevos préstamos bancarios debían ser similares a las pactadas en la reestructuración de la deuda pública externa. Más aún, el FICORCA podía adelantar el pago de una parte de los nuevos préstamos, permitiendo así que empresas públicas o privadas tuvieran automáticamente acceso a créditos o a conversiones de deuda por capital. En total, unos 3,500 millones de dólares fueron reciclados por medio de este mecanismo.

Cuadro 3

VOLUMEN DE CONVERSIONES DE DEUDA EN CINCO PAISES

	Millones de dólares			Porcentajes	
	Deuda retirada (1984-1987) (1)	I.E.D. neta (1984-1987) (2)	Deuda externa (1987) (3)	Reducción de deuda (1/3+1)	Conversiones de deuda/I.E.D. (1/2)
Total	5 826	13 535	338 055	1.7	43.0
Argentina	500	1 799	60 042	0.8	27.8
Brasil	1 528	4 320	120 788	1.2	35.4
Chile	2 304	1 422	21 656	9.6	162.0
México	1 322	5 652	106 919	1.2	23.4
Filipinas	172	342	28 650	0.6	50.3

Fuente: A. Calame (1989), con base en información del FMI, del Instituto Internacional de Finanzas y de Swiss Bank Corporation.

Nota: I.E.D. = Inversión extranjera directa.

Los países que han adoptado algunas de las modalidades de conversión e intercambio de deuda externa tienen en principio una doble motivación: aliviar presiones sobre sus balanzas de pagos al reducir obligaciones perentorias de pago de intereses y estimular la inversión extranjera. Son numerosas las formas en que pueden realizarse operaciones de conversión. En el cuadro 4 se presentan en forma resumida las principales. Entre ellas, el esquema de intercambio de deuda por capital (Debt-Equity Swaps) es uno de los más desarrollados. De las operaciones de conversión registradas en el cuadro 3 para el período 1984-1987, más de dos quintos correspondieron a este tipo de intercambios. Se estima que en 1988, el conjunto de los países endeudados realizó operaciones de canje de deuda por capital por cerca de 10,000 millones de dólares. ^{11/}

Este mecanismo de conversión opera de la manera siguiente: a) el inversionista --generalmente una empresa transnacional o el propio banco acreedor-- adquiere deuda descontada en el mercado secundario; b) la deuda se redime en la moneda local del país endeudado, y c) el inversionista compra acciones en una empresa local. Las modalidades específicas de cada operación están determinadas por las reglamentaciones existentes en los países, sean éstos deudores o acreedores. En el cuadro 5 se presenta una sinopsis del estado que guardaban a fines de 1988 los programas de conversión de siete países latinoamericanos, incluidas sus restricciones reglamentarias.

El impacto económico y financiero de los intercambios de deuda por capital en los países en desarrollo con crisis de pagos es un tema de controversia. No cabe duda que los países que han adoptado este esquema lograron retirar con descuento porciones de su deuda externa con desembolsos efectuados en moneda nacional. De esta manera lograron reducir tanto el principal como las obligaciones financieras asociadas. Sin embargo, este esquema también produce, en forma paralela, algunos efectos adversos que en la práctica han obligado a algunos gobiernos a limitar o suspender sus programas de conversión.

Un primer efecto contraproducente es su impacto monetario. Debido a la monetarización (en moneda local) de las porciones de deuda canjeadas por capital, se produce ceteris paribus, un incremento de la base monetaria del

^{11/} Véase, R. Solomon (1989), pág. 26.

Cuadro 4

ALGUNAS MODALIDADES DE CONVERSION DE DEUDA EXTERNA^{a/}

Mecanismo	Descripción
1. Intercambio por instrumentos financieros (<u>securitization</u>)	Intercambio de deuda con precio menor que el valor a la par, por instrumentos negociables (acciones, bonos).
2. Fondos comunes	Aportaciones de inversionistas para adquirir capital por medio de operaciones <u>swap</u> . El fondo constituido maneja la inversión y paga rendimientos.
3. Bonos de deuda para deuda	Son emitidos por bancos que deciden permanecer en un país sin aumentar su exposición. Es un cambio de deuda en moneda dura por deuda en moneda local. El país disminuye la deuda denominada en divisas y aumenta su deuda en moneda nacional.
4. Deuda por bienes	Un inversionista adquiere en el banco acreedor deuda con descuento, la convierte en moneda local y la emplea en la compra de bienes exportables.
5. Fondos de capital de riesgo	Es semejante al fondo común, con la diferencia de que la conversión inicial se asocia a un proyecto de inversión específico.
6. <u>Swaps</u> de riesgo	Compra de deuda de un país catalogado por sus acreedores de "alto riesgo".
7. <u>Swaps</u> fiscal	Intercambio que involucra deuda soberana con algún tipo de estímulo fiscal.
8. <u>Ratio Swap</u>	Intercambio de deuda de un país por la de otro, con distintas tasas de descuento. La diferencia se cubre en efectivo.

a/ Sinopsis basada en G.G. Cantú, et al. (1989).

Cuadro 5

SINOPSIS DE PROGRAMAS DE CONVERSION DE DEUDA EN SIETE PAISES LATINOAMERICANOS

País	Base legal del programa	Situación a enero de 1989	Beneficiarios	Inversión elegible	Restricciones		Deuda convertible	Procedimiento de conversión	Tasa de cambio de la conversión
					Sobre remisión de utilidades	Sobre repatriación de capital			
Argentina	Resolución 922 del Ministerio de Economía	Decretada en octubre de 1987	Residentes y no residentes	Nueva o expansión de la existente	Prohibidas por 4 años	Prohibidas por 10 años	Pública reestructurada	Subastas	Libre
	Comunicado A 1056 del Banco Central	Decretado en agosto de 1987	Residentes y no residentes	Capitalización del mismo deudor	Prohibidas por 4 años	Prohibidas por 10 años	Privada reestructurada y sin reestructurar	Acuerdo entre deudor y acreedor	Libre
Bolivia		Iniciado en marzo de 1988	Residentes y no residentes	Mayoría de los sectores	Ninguna	Prohibidas por 5 años		Caso por caso decidido por el Banco Central	Oficial
Brasil	Resolución 1460 del Consejo Monetario y Circulares 1302 y 1303 del Banco Central	Decretada en marzo de 1988	Residentes y no residentes	Nueva expansión de la existente (incluye adquisición de acervos)	Normas generales para inversión extranjera directa registrada	Prohibidas por 12 años		Subastas periódicas del Banco Central	Oficial
	Ley 4131		Residentes		Normas generales para inversión extranjera directa registrada	Normas generales para inversión extranjera directa registrada			Libre
Chile	Decreto-Ley 600, capítulos 18 y 19	Decretado en mayo de 1985	Residentes y no residentes		Prohibidas por 4 años	Prohibidas por 10 años	Todas las obligaciones externas	Subastas bisemanales (capítulo 18) aprobadas por el Banco Central (capítulo 19)	Oficial
México	Acuerdos de reestructuración 1985 y 1987	Suspendidos en octubre de 1987	Residentes y no residentes	Excluidos los sectores estratégicos definidos por la ley de inversión extranjera directa	Por 5 años no deberán exceder intereses sobre deuda original	Prohibidas por 12 años	Pública y privada, reestructurada	Decisión caso por caso del Banco Central	Libre

/(Continúa)

Cuadro 5 (Conclusión)

País	Base legal del programa	Situación a enero de 1989	Beneficiarios	Inversión elegible	Restricciones		Deuda convertible	Procedimiento de conversión	Tasa de cambio de la conversión
					Sobre remisión de utilidades	Sobre repatriación de capital			
Uruguay	Decreto 797/987	Decretado en diciembre de 1987	Residentes y no residentes	Nueva y expansión para turismo y exportación. Adquisición de acervos	No restricciones		Deuda pública incluida en acuerdo de reestructuración de 1986	Ofertas presentadas al Banco Central	Oficial
Venezuela	Decreto 1521	Decretado en abril de 1987	Residentes y no residentes	Sectores prioritarios: agricultura, construcción, bienes de capital, electrónica, química	10% primeros 3 años; después se aplicarán reglamentos sobre inversión extranjera directa	Prohibida por 5 años; después hasta un máximo de 12.5% de la inversión	Deuda pública reestructurada	Decisiones caso por caso de una comisión gubernamental	Oficial
	Decreto 1200	Decretado en julio de 1986	No residentes		20% de la inversión más la tasa Libor; libre para los sectores estratégicos	Ninguna	Deuda externa privada	Acuerdo entre deudor y acreedor	Oficial

país deudor. Así lo demuestran algunos estudios aplicados a los casos de Argentina, Brasil y México, ^{12/} entre otros países. En la medida en que este efecto se "esteriliza", total o parcialmente con la emisión de bonos gubernamentales (caso de México), se abre una fuente claramente indeseable de presiones en el frente fiscal.

De lo anterior puede derivar un juego de efectos "perversos" para las economías endeudadas. En la medida en que la tasa de interés sobre la deuda pública interna sea mayor a la aplicable a la deuda pública externa cancelada, el intercambio de deuda puede producir un incremento en los pagos de interés, lo que tiende a provocar presiones sobre el déficit fiscal o, en su caso, la ampliación de este agregado macroeconómico. Por otra parte, también ocurre un impacto al alza sobre las tasas de interés internas, el cual será mayor en la medida en que la tasa de los bonos gubernamentales sirva de referencia en el mercado financiero local.

Una tercera fuente de preocupación con respecto a los programas de conversión la constituye la inversión extranjera directa. En este campo, los problemas producidos por los esquemas de canje son: a) la inversión realizada por medio de swaps no representa necesariamente un incremento adicional de esta clase de flujos, en la medida en que ella, en muchos casos, habría sido de cualquier forma realizada; b) los swaps representan un subsidio a los inversionistas foráneos, que de esta manera se benefician, en la práctica, de una tasa de cambio preferencial; c) el esquema de conversión también plantea problemas en materia del régimen de propiedad del patrimonio empresarial (público o privado) de la nación, y d) dependiendo del monto de la repatriación de ganancias y regalías por inversión, los ahorros esperados de divisas pueden ser muy reducidos o hasta negativos. De hecho, no se percibe el impacto teóricamente positivo de la conversión sobre la balanza de pagos de los países deudores. Por una parte, es cierto que el pago de intereses de la deuda externa se reduce en proporción al monto de la operación. Pero, por otra, las firmas o los bancos propietarios de las nuevas acciones esperan, legítimamente, obtener utilidades. En estas condiciones, las remesas por concepto de utilidades pueden superar en su momento el ahorro del pago de intereses sobre la deuda retirada en la

^{12/} Véase, M. Balckwell y S. Nocera (1988).

operación de intercambio. En este caso, el efecto de mediano plazo sobre la balanza de pagos será contrario al esperado por el país deudor.

3. Cambio de deuda por títulos

Existe un mecanismo por medio del cual se intercambia deuda con descuento por otros instrumentos, tales como títulos o bonos. Al igual que en los esquemas de intercambio por capital, la motivación de los países deudores es reducir su deuda externa y los servicios correspondientes. Para los acreedores, la motivación fundamental es dar cierta prioridad a sus prestatarios. Suele señalarse al respecto que, a diferencia de los créditos bancarios, los intereses de los valores comerciales se han venido pagando con regularidad y han estado excluidos de los procesos de reprogramación.^{13/} De hecho, el nuevo instrumento debe resultar para sus tenedores un activo más seguro, respaldado por garantías tanto en lo que respecta al capital como a los intereses. En general, para asegurar estas garantías, el país en cuestión debe contar con reservas suficientes. En este tipo de operaciones se han desarrollado principalmente dos tipos de instrumentos, los llamados bonos de salida y los bonos garantizados.

Los bonos de salida suelen utilizarse para acreedores --casi siempre bancos pequeños-- que disponen de grandes reservas. Se trata de una obligación con maduración a largo plazo que permite fomentar la participación de los bancos acreedores en procesos de financiamiento concertado. La secuencia de operación de los "bonos de salida" es la siguiente: a) una entidad bancaria acreedora concede al deudor un paquete de financiamiento, y b) este último entrega, a cambio, bonos a largo plazo con un interés concesional o a valores nominales al de la deuda objeto de la operación.

El canje de deuda por bonos garantizados es un mecanismo de "extinción" de deuda externa. Por este medio se ofrece un activo que se mantiene en una cuenta de fideicomiso, como colateral al monto del principal.

El valor y el plazo de vencimiento del instrumento colateral o bono de "cupón cero" están determinados de manera que sean iguales a los de la deuda sujeta a transformación. De esta manera, los rendimientos del instrumento colateral en su fecha de vencimiento pueden ser utilizados para amortizar el principal en un solo pago. La tasa de interés se fija al momento de su

^{13/} Véase, E.J. Frydl y D.M. Sobal (1989).

compra y no varía durante la tenencia del título. Estos bonos, casi siempre emitidos por las tesorerías públicas, suelen gozar de alta confiabilidad entre los inversionistas.

Si bien este mecanismo implica un desembolso de fondos para la adquisición del instrumento colateral, puede redundar en un mayor descuento que el que lograría el país deudor en una oferta de intercambio convencional. Además, el servicio de la deuda al que está comprometido el prestatario se reduce a únicamente el pago de intereses.

Un buen ejemplo sobre los alcances y las limitaciones de este mecanismo lo constituye la operación efectuada por México. (Véase el gráfico adjunto.) La base normativa de esta transacción se encuentra en el Acuerdo de Reestructuración Multianual (Sección 5.11), suscrito el 20 de marzo de 1987 entre este país y sus bancos acreedores. Dicho Acuerdo permite el intercambio de deuda vieja por nueva siempre y cuando esta última tenga un plazo promedio de vencimiento que no sea menor al de la deuda existente. Cerca de 52,000 millones de dólares de la deuda mexicana eran, en principio, elegibles para ser intercambiados.

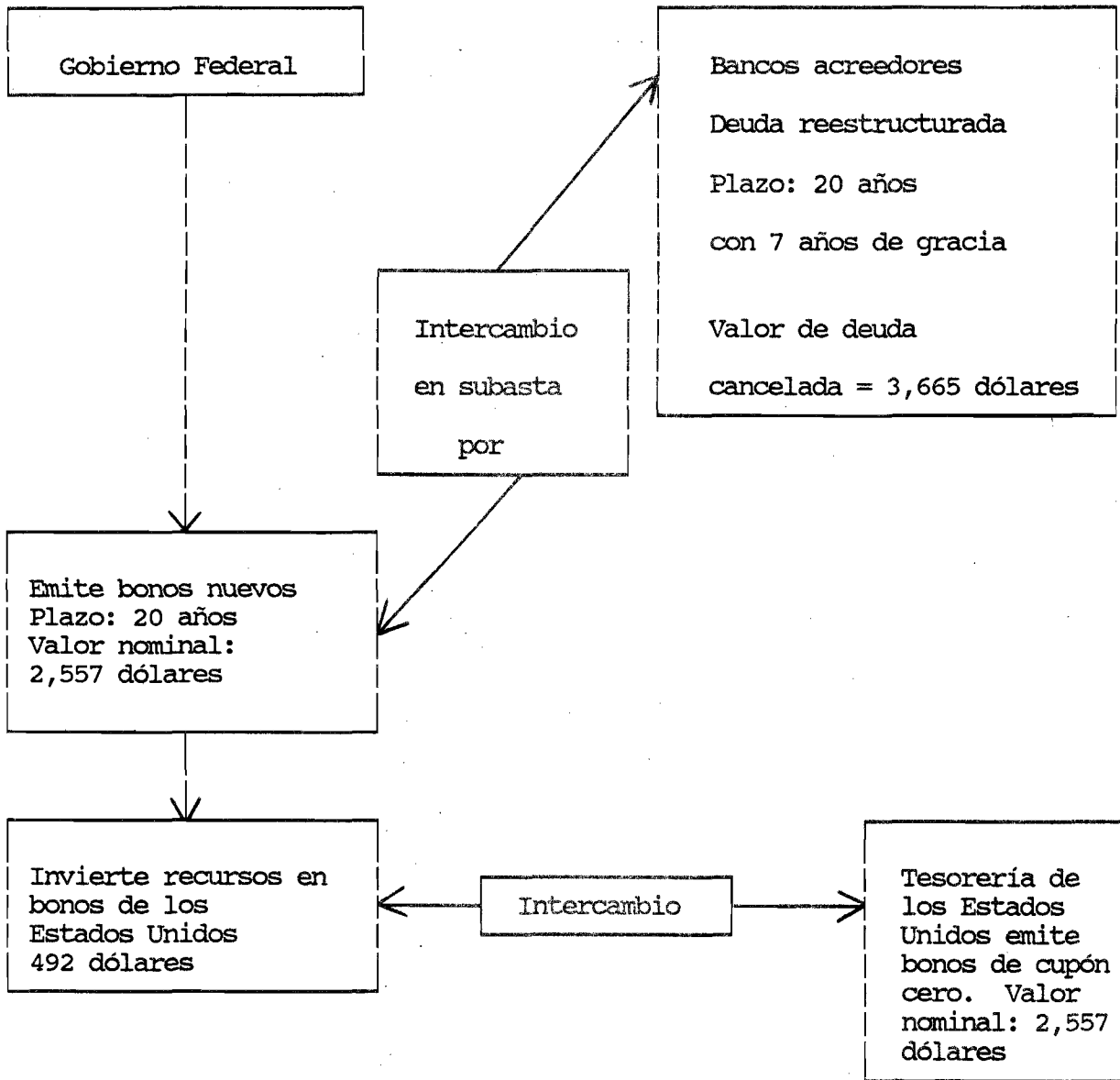
Con esta base, México propuso a fines de 1987 un plan por medio del cual esperaba poder reducir drásticamente su deuda desembolsada. El plan proponía el intercambio de deuda bancaria comercial por bonos negociables, que serían amortizados en el año 2008. Estos nuevos bonos tendrían un rendimiento $1\frac{5}{8}$ superior a la tasa libor, es decir, casi el doble del margen que grava la deuda vieja reestructurada. El colateral de estos bonos está constituido --y por tanto, su amortización garantizada-- por bonos cupón cero no negociables del Tesoro estadounidense, que son comprados por México.

En la venta realizada el 26 de febrero de 1988, por intermedio del Morgan Guaranty Bank, México recibió 320 solicitudes, provenientes de 139 bancos de 18 países, por 6,700 millones de dólares. De este monto, México aceptó 3,665 millones (rechazó 45% de las ofertas) a un precio promedio de 69.80 centavos por dólar de deuda vieja. En esa fecha, el precio estimado de la deuda mexicana era, en el mercado secundario, de unos 50 centavos por dólar. Para cancelar los 3,665 millones, México emitió 2,557 millones de bonos nuevos (con 20 años de vida), los cuales fueron intercambiados con los bancos que participaron en la operación. Simultáneamente, el gobierno mexicano hizo uso de 492 millones de dólares de sus reservas internacionales para financiar la compra de los bonos cupón cero de la Tesorería de los

Gráfico

OPERACION "BONO CERO"

(Miles de millones de dólares)



Resultado: Deuda reestructurada cancelada: 3,665 dólares
 Bonos nuevos: 2,557 dólares
 Reducción neta: 1,108 dólares

Estados Unidos (cuyo interés será automáticamente capitalizado en los próximos 20 años). Estos bonos fueron emitidos por el Tesoro estadounidense por un valor de 2,557 millones de dólares a 20 años. De esta forma, México utilizó los bonos del Tesoro como un "colateral" de sus propios documentos.

Como producto de esta operación, México disminuyó 1,118 millones de dólares de su deuda externa y obtuvo también, con respecto a la deuda cancelada, una reducción, por pago de intereses, de 537 millones de dólares en los próximos 20 años, así como una modificación del perfil de amortización (de 14 a 20 años) de 2,557 millones de deuda externa.

De este caso de conversión de deuda en valores se desprenden algunas experiencias que deben señalarse. La primera es la respuesta de los bancos acreedores. El monto de la operación esperado originalmente por México excedió con creces la disposición real de los bancos para reducir el valor de su "cartera mexicana", y el resultado final fue muy inferior a las expectativas creadas cuando se anunció la oferta. En segundo lugar, conviene resaltar que la operación fue diseñada con la presunción de que el mercado había ya detectado un determinado descuento al valor de la deuda (en el caso de referencia, este descuento solía considerarse en una banda que iba del 45% al 50%). Sin embargo, las propias fuerzas del mercado redujeron el margen de ese descuento al momento de realizarse la operación, mostrando así la escasa incidencia que esas fuerzas han tenido hasta ahora para propiciar salidas dinámicas al problema de la deuda. Pareciera que el mercado "no quiere" resolver el problema de la deuda. Un tercer elemento es la repercusión posiblemente adversa que un alto descuento del valor de la deuda externa puede ejercer sobre los pasivos totales de la economía, puesto que ello tiende a elevar los rendimientos esperados por los agentes externos que invirtieron en el país.

4. Mecanismos de recompra

Por medio de este tipo de esquema, los países endeudados pueden recomprar en efectivo con descuento, porciones de su propia deuda. El caso más sobresaliente al respecto es el de Bolivia. Este país, cuya deuda estaba siendo cotizada en el mercado secundario con un descuento promedio de 89%, recompró en enero de 1988 el 40% de su deuda comercial. Chile también realizó una operación de este tipo en noviembre de ese mismo año, cuando

recompró, con un descuento de 44%, 299 millones de dólares de su deuda comercial.

En principio, esta operación la emprende el deudor haciendo uso de sus propias reservas, aun cuando en la mayoría de los bancos comerciales hay reticencia a apoyar recompras que utilicen las reservas de divisas existentes, al tiempo que también la hay para renunciar a los acuerdos de préstamo con el país deudor. Por lo demás, los países con fuertes dificultades de pago difícilmente disponen de efectivo oportuna y libremente. La citada operación de recompra de Bolivia fue de hecho financiada por organismos de ayuda y asistencia.

Algunos economistas han hecho notar el escaso beneficio que este tipo de operaciones reportan a un país deudor cuando los descuentos de su deuda externa no son en verdad de significación. Así lo ilustra el siguiente ejemplo. ^{14/} Supóngase una deuda cuya cotización en el mercado secundario equivalga al 50% de su valor y cuya tasa de interés sea del 10%. Si un deudor utiliza 100 dólares de sus reservas para reducir su deuda por medio de una operación de recompra podrá disminuir anualmente sus pagos de intereses por un total de 20 dólares. Esto ya significa para el país una pérdida por unos 10 dólares anuales en intereses que podrían haber generado sus reservas, por lo que la reducción neta de intereses en el pago de su deuda al exterior será sólo de 10 dólares. Para ello, sin embargo, debió emplear 100 dólares de reservas.

5. Un comentario sobre las opciones ofrecidas por el "menú del mercado"

Los diversos esquemas del "menú del mercado" adoptados por los países endeudados han contribuido poco al logro de los objetivos gemelos de ampliar la disponibilidad de divisas y reducir el peso económico y financiero de la deuda externa. A diferencia de lo que algunas veces dejaron suponer ciertos comentaristas y formuladores de política, las opciones del "menú del mercado" no constituyen una panacea, ni parecen estar en posibilidades de ofrecer una cura efectiva a los problemas derivados del endeudamiento externo. Su alcance ha sido limitado y no han contribuido a disminuir sustancialmente la transferencia neta de recursos al exterior. Si bien es cierto que estos mecanismos han venido jugando un papel relativamente importante en el

^{14/} El ejemplo en cuestión fue tomado de R. Solomon (1989), pág. 28.

complejo proceso de la gestión cotidiana del problema, su viabilidad a largo plazo es sumamente incierta. Por otra parte, los montos de las operaciones realizadas hasta ahora por medio de los diversos mecanismos de conversión, ensayados para captar el descuento del mercado secundario, generalmente aparecen, frente a la deuda externa acumulada en los países, como sumamente modestos. No es necesario pecar de suspicacia para afirmar que el impacto de estos mecanismos ha sido muy diferente por el lado de los acreedores considerados particularmente. Las instituciones bancarias que han sido capaces de vender parte de su cartera de préstamos han de hecho disminuido su vulnerabilidad frente al riesgo de repudio, moratoria o simple imposibilidad de pago por parte de los deudores.

En todos los países de América Latina, incluso en aquellos que en diversos momentos han sido considerados como modelos de referencia para los otros, la política con respecto a la deuda externa no ha podido liberarse de la atmósfera de administración de la crisis que prevalece desde 1982. Los formuladores de política han estado desde entonces absortos en acumular reservas y asegurar la disponibilidad de líneas de crédito. Lo cierto es que las opciones ofrecidas en el marco del "menú del mercado", en caso de ser evaluadas en términos de la reducción efectiva de la deuda externa, resultan un mecanismo que en conjunto avanza con suma lentitud y, por ende, tiene escasa posibilidad de influir en el fondo del problema.

IV. EL PLAN BRADY

1. Contenido y aspectos innovadores de la propuesta

Ante las limitaciones tanto de la estrategia adoptada desde 1982 como de las variantes introducidas en 1985 con el Plan Baker y en 1987 con el enfoque del "menú del mercado", el secretario del Tesoro de la administración Bush dio a conocer en marzo de 1989 un conjunto de "ideas y sugerencias" para enfrentar el ya muy prolongado problema del endeudamiento.

Por medio de esta iniciativa (resumida en el cuadro 6), el gobierno estadounidense pretende impulsar una etapa nueva y diferente en la estrategia de la deuda. La propuesta suscribe y recomienda reforzar algunos elementos presentes en el Plan Baker. Entre ellos destaca, en primer lugar, la exigencia de ajuste y reforma del régimen de política económica en los países deudores. Es ésta una condición ineludible para acceder a la asistencia financiera de los organismos oficiales y de los acreedores.

De las estrategias anteriores, el nuevo plan conserva el enfoque casuístico para la negociación. En todo ello, la iniciativa Brady carece de novedad. El aspecto innovador de esta propuesta se encuentra en su compromiso en favor de acciones que reduzcan el monto de la deuda y su servicio. Así como el Plan Baker colocó en primer término la búsqueda de nuevos créditos bancarios para los países en vías de desarrollo con problemas de pago, el Plan Brady propugna por mecanismos que permitan reducir el monto del capital adeudado y de los pagos de intereses. También reconoce la necesidad de reducir las transferencias netas de recursos de estos mismos países.

Esta iniciativa marca indudablemente un avance conceptual de importancia con respecto al diagnóstico y las opciones de solución que hasta ahora han predominado entre los acreedores en relación con el problema de la deuda. En su planteamiento esencial, el Plan Brady incluye aspectos incorporados con anterioridad en propuestas tales como la del presidente Mitterrand o la del ministro de finanzas del Japón. (Véase el cuadro 7.) También recoge el aspecto medular de los numerosos esquemas alternativos que desde el inicio de la crisis aparecieron entre algunos economistas y, sobre todo, en las posturas asumidas frente al problema por la mayoría de las naciones endeudadas: disminuir el peso económico y financiero de la deuda externa.

Cuadro 6

PLAN BRADY: CONTENIDO Y OBJETIVOS

Actor	Objetivo	Instrumentación
Países deudores	Crecimiento económico, fortalecimiento del ahorro y repatriación de capitales	Mantener y profundizar programas de ajuste y cambio estructural
Organismos multilaterales	Apoyo y suministro de recursos para programas de reducción de deuda y pagos por servicio	Reasignación de créditos normales del FMI y del Banco Mundial y empleo de recursos extraordinarios provenientes de fondos comunes especiales y nuevas asignaciones
Bancos comerciales	Reducción de la deuda y su servicio y provisión de dinero nuevo	Relajamiento temporal y condicionado de las condiciones de la deuda corriente
Gobiernos acreedores	Eliminación de restricciones e impedimentos fiscales, reglamentarios y contables a planes de reducción de deuda y aportes de financiamiento adicional provenientes de Japón	Reprogramación y reestructuración de préstamos en el Club de París Mantenimiento y en su caso ampliación de créditos para la exportación a países endeudados en proceso de reforma económica

Cuadro 7

PROPUESTAS EN FAVOR DE LA REDUCCION DE LA DEUDA

La propuesta Mitterrand en tres puntos

- Crear en el FMI un fondo especial para los países endeudados de ingreso medio.
- El fondo en cuestión garantizará el pago de intereses sobre algunos préstamos contratados con la banca, previa conversión de éstos en bonos. Así, las cargas de financiamiento de los países elegibles disminuirían.
- Para financiar el fondo, los países industrializados participarán de una nueva emisión de Derechos Especiales de Giro a ser utilizada por las economías endeudadas.

El plan Miyazawa en tres puntos

- Los deudores garantizarían parte de su deuda con derechos de retención sobre sus reservas y sobre los productos de la disposición de activos gubernamentales.
- La deuda no garantizada sería reprogramada con períodos de gracia por un máximo de cinco años. En este plazo, los pagos de intereses podrían ser disminuidos, condonados o simplemente suspendidos.
- Los organismos financieros multilaterales incrementarían el volumen de sus flujos crediticios a aquellos países que hubiesen adoptado los dos mecanismos precedentes.

La racionalidad político-económica subyacente en la iniciativa podría expresarse de manera sumaria en estos términos: en los últimos años, el mercado ha emitido numerosas señales indicando que las instituciones bancarias están en disposición de vender con descuento partes importantes de su cartera de préstamos en países en desarrollo; al mismo tiempo, la experiencia indica que la llamada reducción voluntaria de la deuda, cuando su ritmo es determinado exclusivamente por las fuerzas del mercado, avanza con extrema lentitud en relación con las urgencias de los países endeudados. Para que los esquemas de reducción se amplíen y generalicen con mayor celeridad, es necesario adecuar mecanismos institucionales y promover compromisos entre los agentes. Una primera consecuencia de todo esto concierne directamente a las instituciones multilaterales, que en la nueva estrategia están llamadas a protagonizar un papel muy activo

Aparte de su intervención tradicional en el diseño y supervisión de los programas de estabilización y ajuste de las economías deudoras, el grupo FMI-Banco Mundial prestará dinero nuevo para apoyar programas de reducción de deuda y su servicio.

El monto de este apoyo se estableció en 20,000 millones de dólares para un período de tres años (con aportaciones equivalentes al 50% para cada una de estas instituciones). A esta suma deben añadirse otros 10,000 millones comprometidos de manera paralela por el Gobierno del Japón. Queda así una bolsa de 30,000 millones de dólares, que en principio podrían emplearse en el curso de tres años para reducir la deuda de los países elegibles por medio de operaciones de recompra, conversiones y reducción de tasas de interés, entre otros mecanismos. En este cuadro, las instituciones financieras internacionales desempeñarían un dinámico papel de resguardo y garantía para los participantes. Debe subrayarse que ni el FMI ni el Banco Mundial garantizarán por sí mismos operaciones de reducción de deuda: estas instituciones prestarán a los países deudores, los que a su vez tendrán la responsabilidad sobre los recursos.

Ahora bien, de los 30,000 millones de dólares con que en principio cuenta la iniciativa Brady, cerca de la mitad proviene de los "policy-based lending programs" del FMI y el Banco Mundial. El resto lo integran recursos adicionales a los existentes. ^{15/} En tales circunstancias, surge la cuestión

^{15/} Véase, Financial Times, 5 de abril de 1989.

fundamental de cómo, en qué medida y por medio de qué mecanismos se podrían asegurar dichos fondos. Se trata de una cuestión que, en gran medida, está todavía abierta.

2. Algunos problemas sobre la operatividad del plan

Con los recursos que hasta la fecha se han comprometido, de verificarse efectivamente todos los propósitos del Plan Brady, éste sólo contribuiría a una disminución muy parcial de las presiones y dificultades producidas por el problema global de la deuda. Conspicuos especialistas han llamado la atención, por ejemplo, sobre el reducido "potencial de solución o alivio" representado por 30,000 millones de dólares. ^{16/} Considérese tan sólo el caso de las 17 naciones incluidas como potencialmente beneficiadas del antiguo plan Baker. Su deuda con la banca comercial asciende a unos 375,000 millones de dólares. Si los 30,000 millones del Plan Brady se utilizaran en su totalidad en operaciones de recompra con un descuento de 50%, la deuda conjunta de estas naciones con la banca se reduciría en 60,000 millones de dólares. Suponiendo una tasa de interés de 10% anual, ello representaría un ahorro de 6,000 millones de dólares en pagos de interés sobre la deuda comercial. Si bien ese monto equivale a 16% de las erogaciones por ese concepto, la reducción sobre el pago total de intereses (deuda comercial más la contratada con fuentes no bancarias) será menor, como también lo será su impacto en términos de la disminución efectiva de las transferencias al exterior (salvo, claro, que se verificase al mismo tiempo un incremento sustancial del flujo de dinero nuevo). Por otro lado, debe tenerse presente que los fondos que usarán para estos propósitos los países endeudados serán prestados, por lo cual la reducción neta de la deuda y sus servicios resultará inferior a su disminución bruta.

Un segundo nudo crítico de la iniciativa Brady se relaciona con el carácter voluntario de los arreglos que conducirían a aminorar la deuda comercial. ¿Cómo inducir a los bancos a aumentar significativamente su disponibilidad para participar en el Plan y con ello incrementar también su "oferta" de deuda a reducir? En el marco de la iniciativa existen tres opciones para los bancos considerados individualmente: a) reducir el

^{16/} Las observaciones que siguen provienen de R. Solomon, (1989), pág. 30 y R. Devlin (1989), pág. 6.

principal; b) disminuir el monto de los intereses; c) proveer dinero nuevo. Fuera de la persuasión moral --que muy poco éxito reportó durante los años del Plan Baker-- lo que se requiere para que los bancos comerciales adopten con verdadero interés estas opciones es la acción decidida de los gobiernos para modificar las reglamentaciones y disposiciones legales, contables y fiscales que restringen e inhiben la participación de los bancos en esquemas de reducción de deuda. Existe un consenso amplio acerca de la necesidad de armonizar las reglamentaciones bancarias de los países acreedores, de manera que éstas se conviertan, en la medida de lo posible, en palancas de estímulo de los esquemas de reducción de deuda. En el cuadro 8 se presenta el contenido esencial de las reglamentaciones que afectan a las principales opciones por medio de las cuales se hacen operativos dichos esquemas. En él se incluyen sugerencias de cambios posibles que podrían contribuir a crear un clima reglamentario más consistente, flexible y acorde con la nueva estrategia internacional para administrar la deuda.

La respuesta de los bancos, aun suponiendo condiciones muy optimistas (más fondos oficiales, amplias garantías sobre activos pendientes, estímulos fiscales), sigue siendo una incógnita. A casi un año de distancia de su lanzamiento, el Plan Brady ha mostrado que uno de sus flancos de mayor vulnerabilidad es la escasa coordinación entre los agentes para acelerar el proceso de negociación con los bancos comerciales.

En todo caso, los plazos y las urgencias son acuciantes porque la mayor parte de los países endeudados no está ya en condiciones de participar en arreglos cuyo único resultado sea "ganar tiempo". En los hechos, la reacción de la banca privada al Plan Brady ha sido poco entusiasta. La primera negociación realizada en el marco de esta iniciativa, emprendida por México para reducir su deuda comercial, demoró alrededor de 10 meses para concretarse. Como en los acuerdos negociados en los años precedentes, la concreción de los arreglos entre deudor y banca se han vuelto a revelar como un proceso largo y exhaustivo, continuamente complicado por las reticencias de las entidades bancarias. Durante este proceso se ha hecho evidente la necesidad de asegurar, por medios institucionales, una respuesta adecuada de los bancos. Para ello es imperativo que los gobiernos de los países industrializados aceleren la modificación de las reglamentaciones que norman la conducta de sus respectivos sectores bancarios. Igualmente importante es que estos gobiernos adopten y generalicen modalidades de reducción de deuda

Cuadro 8

REGLAMENTACIONES QUE AFECTAN EN ALGUNAS NACIONES ACREEDORAS LAS OPCIONES DE REDUCCION DE LA DEUDA CON LA BANCA COMERCIAL

Opción	Descripción y/o modalidades	País y reglamentación	Cambios posibles
1. <u>Nuevos préstamos</u>	Subordinar la "deuda vieja" a los préstamos futuros, que son prioritarios. Esta fórmula evita que los nuevos créditos se rebajen al nivel de los precios del mercado secundario. Pueden ser: a) préstamos involuntarios; b) créditos puente; c) cofinanciamiento, y d) créditos para comercio.	<p><u>Estados Unidos:</u> Los bancos deben añadir al préstamo reservas contra pérdidas en ciertos casos.</p> <p><u>Japón:</u> Los bancos pueden constituir reservas contra no más de 10% de la nueva exposición.</p> <p><u>Reino Unido:</u> Los requerimientos de reserva dependen del estado de la economía deudora y su historia de pagos.</p> <p><u>Alemania (República Federal de):</u> Las reservas deben ser iguales a las constituidas contra préstamos anteriores, salvo cuando son créditos para comercio.</p> <p><u>Francia.</u> La constitución de reservas es una decisión de los bancos sujeta a supervisión.</p>	Los Estados Unidos podrían revisar el mandato de reservas reglamentarias. Japón daría mayor libertad de acción a sus bancos eliminando el techo establecido para las reservas.
2. <u>Capitalización de intereses</u>	Consiste en adicionar al principal el monto de los intereses que no puede servir el deudor y sobre los cuales se cargarán nuevos intereses.	<p><u>Principales países acreedores</u></p> <p>Los bancos pueden capitalizar intereses, pero no pueden contarlos como ingreso hasta que sean redimidos.</p> <p>Reglamento adicional en:</p> <p><u>Estados Unidos:</u> Los bancos pueden capitalizar intereses si el pago íntegro del préstamo es seguro.</p> <p><u>Suiza y la República Federal de Alemania:</u> Los bancos pueden hacer reservas para capitalización</p>	Los Estados Unidos podrían especificar los casos en que consideren aceptable el mecanismo.

/(Continúa)

Cuadro 8 (Conclusión)

Opción	Descripción y/o modalidades	País y reglamentación	Cambios posibles
3. <u>Reducción del principal</u>	<ul style="list-style-type: none"> - Bonos de salida - Conversiones con descuento - Extinción de deuda 	<p><u>Estados Unidos:</u> Los bancos deducen pérdidas de las reservas y, si éstas están agotadas, de los ingresos corrientes y las acciones. Un reglamento para préstamos dentro de los Estados Unidos (el FASB-15) permite la reducción del principal sin deducción, si el préstamo fue programado de manera que la suma del futuro interés sea igual al monto de la deuda condonada.</p> <p><u>Japón:</u> La reducción del principal sólo es permitida con autorización del Ministerio de Finanzas.</p> <p><u>Otros países:</u> La reducción debe ser deducida, como en los Estados Unidos.</p>	Los Estados Unidos y otros países acreedores podrían instituir un procedimiento contable como el FASB-15.
4. <u>Reducción de intereses</u>	Fijar un tope a las tasas de interés; la diferencia con respecto al interés pactado se cubre en bonos o en efectivo, pero en la moneda del deudor. Otras variantes son la indización a bases determinadas o el simple establecimiento de una nueva tasa.	<p><u>Estados Unidos:</u> El reglamento contable FASB-15 permite estas reducciones sin requerir deducciones de reserva.</p> <p><u>Japón.</u> Permitido sólo bajo autorización del Ministerio de Finanzas.</p> <p><u>Otros países.</u> No hay restricciones.</p>	

Fuente: O.D.C. (1988), y FASB (1984).

Nota: FASB es la sigla en inglés del Comité de Principios de Contabilidad Financiera de los Estados Unidos (Financial Accounting Standards Board).

con respecto a las obligaciones negociables en el Club de París. Esto, por último, aseguraría, en dos vías, el establecimiento de simetrías: primero, entre las entidades acreedoras oficiales y privadas; segundo, y quizá mucho más importante, entre los grandes países deudores y los pequeños, dado que estos últimos son por lo general más dependientes de los préstamos de gobierno a gobierno.

3. Un caso de renegociación en el marco de la iniciativa Brady

Desde fines de 1988, las autoridades mexicanas iniciaron pláticas con los acreedores con la finalidad de negociar un nuevo acuerdo multianual que permitiera, a un tiempo, reducir la deuda externa y disminuir la transferencia neta de recursos de la economía al exterior. Esta estrategia contó con un marco internacional muy favorable al inicio de 1989, como resultado del lanzamiento del Plan Brady.

Las negociaciones financieras de México se realizaron en dos tramos. En el primero, los interlocutores fueron los organismos financieros internacionales y los acreedores oficiales agrupados en el Club de París. Con el FMI se concertó un acuerdo por medio del cual México obtuvo financiamiento por un poco más de 4,000 millones de dólares por un período de tres años; con el Banco Mundial, el arreglo incluyó créditos por 2,000 millones, en promedio anual, para un período de cuatro años (1989 y 1990-1992). Estos convenios, formalizados entre mayo y junio de 1989, aparecieron como un apoyo explícito de los organismos multilaterales hacia las operaciones de reducción de deuda con la banca comercial, promovidas por las autoridades financieras mexicanas. Tanto el FMI, como el Banco Mundial, aceptaron que una porción de los recursos financieros facilitados a este país (más un monto extraordinario aportado por una sola vez) se utilizara con estos fines. El Club de París, por su parte, aceptó reestructurar pagos (principal e intereses) por un total de 2,600 millones de dólares y abrió líneas de crédito por unos 2,000 millones para el financiamiento de importaciones. (En el cuadro 9 se resume el contenido de este primer tramo de las negociaciones mexicanas.)

La concreción de acuerdos con los organismos multilaterales y los acreedores oficiales fue un proceso que absorbió un total de seis meses y cuyo itinerario podría describirse como sigue: a) planteamiento de la estrategia al Grupo de los Siete; b) acuerdo con el FMI; c) acuerdo con el

Cuadro 9

MEXICO: ACUERDOS CON ORGANISMOS MULTILATERALES E
INSTITUCIONES OFICIALES

Acreedor	Fecha	Concepto	Monto y características (millones de dólares)
FMI	26/5/1989	Financiamiento	4,135 por 3 años
Banco Mundial	13/6/1989	Crédito para inversión	1,960 en 1989
		Crédito para modernización	2,000 anuales en 1990-1992
Club de París	30/5/1989	Reestructuración de pago de principales e intereses.	2,600 a 10 años con 6 de gracia
		Coberturas de crédito para importaciones	2,000 anuales

Fuente: Sobre la base de datos de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, 1990.

Club de París, y d) paquete financiero del Banco Mundial. Concluido este circuito de negociaciones, las autoridades mexicanas estuvieron en mejor posición para establecer, en julio de 1989, un Acuerdo de Principio con la Banca Comercial. Con ello, las pláticas iniciales en abril de ese mismo año con el Comité Asesor de Bancos se concretaron en primera instancia. Se inició así el segundo tramo de la negociación financiera de México.

El paquete convenido en principio con la banca comercial identificó tres opciones por medio de las cuales México buscaría reducir el saldo nominal de su deuda externa y disminuir la transferencia neta de recursos al exterior. La primera es un mecanismo de intercambio de deuda bancaria con descuento de 35% por bonos nuevos. La segunda opción también es una operación de intercambio; la deuda se transa con bonos del mismo valor, pero con una tasa de interés fija de 6.25%. Con respecto a estas dos primeras opciones, el plazo original de amortización (20 años y 7 de gracia) fue modificado, quedando en 30 años con un solo pago.

La tercera opción consistió en aporte de dinero nuevo de los bancos a México. El monto de este financiamiento equivaldría a 25% del valor nominal de la deuda comercial no negociada en las primeras dos opciones.

En apoyo a este paquete, el Banco Mundial y el FMI otorgaron recursos especiales. Estos ascendieron, respectivamente, a 2,006 millones y 1,400 millones de dólares. A ellos se añadieron 2,050 millones del Gobierno del Japón y 1,300 millones de aportaciones directas de México. Quedó así constituido un fondo de 7,000 millones de dólares para garantizar la calidad crediticia y el pago del principal de los nuevos bonos.

Este esquema podría describirse sumariamente por medio de un conjunto de operaciones: a) México adquiere bonos cupón cero del Tesoro de los Estados Unidos y otros países industrializados; b) constituye con estos documentos un activo de su propiedad que reinvertirá durante 30 años a una tasa fija de 7,925%; c) de esta forma, al final del período pagará totalmente el principal de los nuevos bonos, y d) crea paralelamente otro fondo, también de su propiedad, que garantiza 18 meses de pago de intereses sobre dichos bonos y reduce el costo neto de la operación para México.

Casi siete meses después de convenido el Acuerdo en Principio con la banca comercial, el gobierno mexicano y sus acreedores privados suscribieron, el 4 de febrero de 1990, un acuerdo sobre un monto total de 48,500 millones

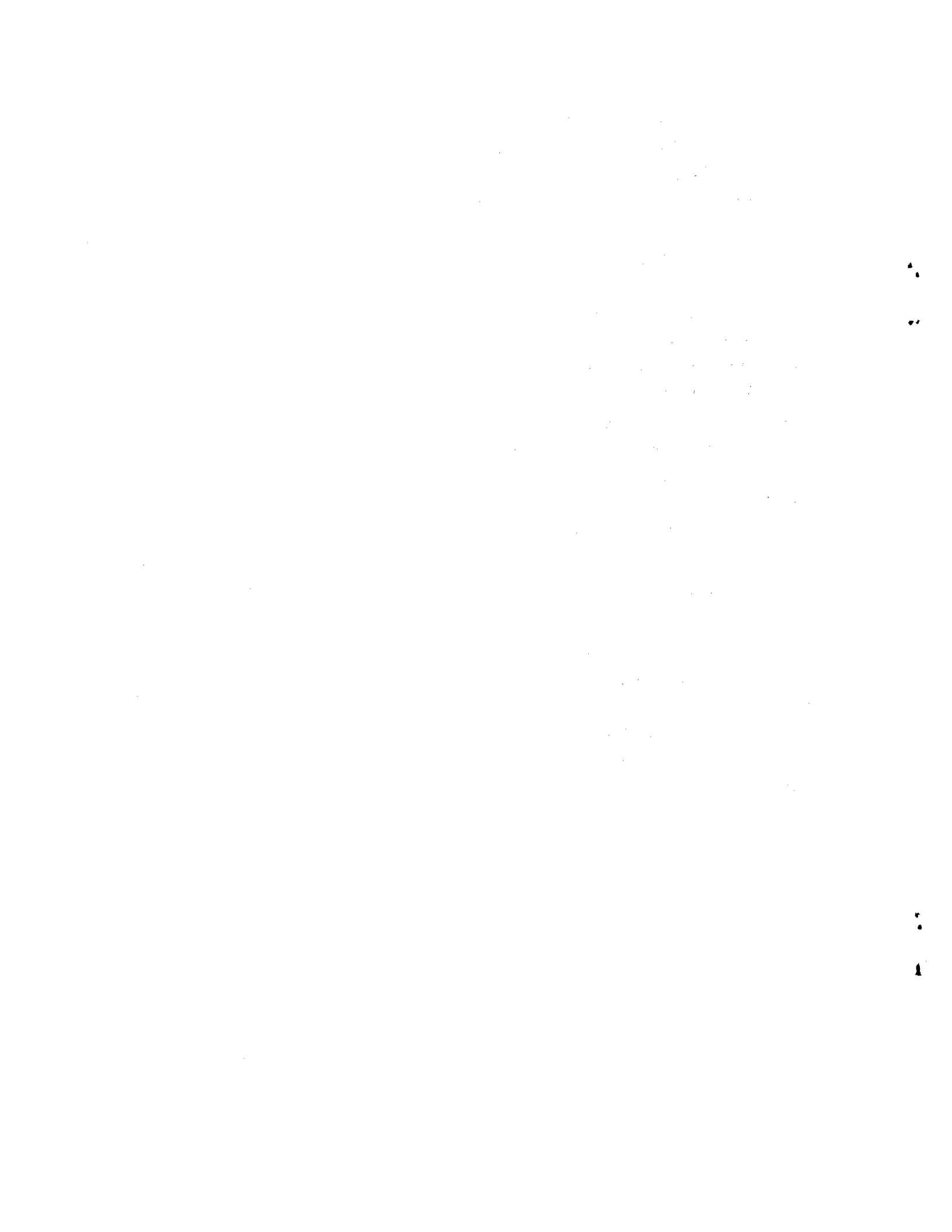
de dólares de deuda externa. Sobre este monto, las opciones seleccionadas por los bancos se distribuyeron de la manera siguiente:

- a) Bonos a la par: 22,500 millones de dólares o 47% de la deuda elegible se cargará con una tasa de interés fijo de 6.25%,
- b) Bonos a descuento: 20,000 millones de dólares o 41% del total negociado será objeto de reducción de principal, y
- c) Dinero nuevo: 6,000 millones de dólares o 12% servirá de base para determinar aportaciones de dinero nuevo de la banca comercial.

Como resultado de esta mezcla de opciones, México obtendrá en términos generales los siguientes beneficios:

- a) Una reducción aproximada de 7,000 millones de dólares en el saldo nominal de su deuda externa;
- b) Un ahorro anual aproximado de 700 a 800 millones de dólares por pago de interés con respecto a los niveles de este indicador en el primer bimestre de 1990, y
- c) Créditos adicionales de la banca comercial por 1,500 millones de dólares.

Finalmente, cabe añadir que el acuerdo también produjo un cambio en la cartera de vencimientos programados sobre la deuda pública externa. Con respecto a los 48,500 millones de dólares sobre los cuales se realizó el acuerdo, México tenía vencimientos del principal por un promedio anual de 2,150 millones de dólares de 1990 a 1994 y de cerca de 3,500 millones de 1995 a 2006. Este perfil de pagos se modificó radicalmente. Los pagos del principal de los nuevos bonos se difieren a un solo pago a 30 años plazo. Este pago único, por lo demás, queda automáticamente saldado al vencimiento del documento debido a que la inversión se hace en bonos cupón cero.



Bibliografía

- Blackwell, M. y S.: Nocera (1988), "El impacto de la conversión de deuda en capital", Finanzas y desarrollo, Fondo Monetario Internacional, junio.
- Bradley, B. (1987): "Resolving the debt crisis: A.U.S. Prospective", R.A. Pastor, ED., Latin America's debt crisis. Adjusting to past or planning for the future, Lynne Rienner Publishers, Boulder y Londres.
- Calame, A. (1989): "LDC debt conversions. A survey" Economic and Financial prospects. Swiss Bank Corporation, No. 1. febrero-marzo.
- Cantú G. G., et al. (1989): Impacto de la renegociación de la deuda externa en la estructura financiera de los bancos. (El punto de vista del acreedor), IMEF, México.
- Cline, W.R. (1983): International Debt and The Stability of The World Economy, Institute for International Economy, Washington, D.C.
- Cline, W.R. (1989): The Baker Plan: Progress, Shortcomings, and Future Evolution, mimeo.
- Council of Economics Advisers (1984), (1986), (1989): Economic Report of the President, United States Government Printing Office, Washington, D.C.
- Devlin, R. (1989): "From Baker to Brady: A new Debt Plan that can work if...", Ponencia al Seminario Estados Unidos y América Latina: La Próxima Década, Flacso, Santiago, 19 a 22 de junio.
- F.A.S.B. (1984): Accounting Standars, Financial Accounting Standards Board, junio.
- Fishlow, A. (1987): "Four feasible ways to ameliorate the debt burden", R. Pastor, ED., op.cit.
- Frydl, E.J. y D.M. Sobol (1989): "Reducción contra condonación de la deuda: Un Análisis", Perspectivas Económicas, No. 68.
- Krugman, P. (1989): "Private Capital Flows to Problem Debtors", J.D. Sachs, ED., Developing Country Debt and the World Economy, University of Chicago Press, Chicago y Londres.
- O.D.C. (1988): "Banking Regulation and Debt: A Policy of Flexible Response", Policy Focus, No. 1, Washington.
- Silva-Herzog, J. (1989): "La crisis de la deuda externa latinoamericana hacia fines de la década de 1980", en: América Latina y Europa Occidental en el Umbral del Siglo XXI, Informe anual Rial 1989, PNUD/CEPAL, Proyecto de Cooperación con los servicios exteriores de América Latina, documento de trabajo No. 4, Santiago, Chile.
- Solomon, R. (1989): "An Overview of the International Debt Crisis", Brookings Discussion Papers, No. 74, Washington, D.C., julio.
- World Bank (1983): World Debt Tables, Washington, D.C.



4

4

4

4



