

El Plan Brady, un año después

Robert Devlin
Nora Lustig*

Introducción

En marzo de 1989, el secretario del Tesoro de Estados Unidos, Nicholas Brady, anunció una nueva estrategia para tratar el problema de la deuda externa del Tercer Mundo. Al poco tiempo, esta propuesta comenzó a conocerse como Plan Brady.¹

El Plan Brady marcó una diferencia importante en relación con el precedente Plan Baker.² La nueva estrategia se propuso alentar mecanismos para disminuir la deuda y su servicio de manera más decidida y frontal que la que permitían los derivados del llamado "menú de opciones de mercado" del Plan Baker.³

A partir del anuncio de Brady, la idea de reducir la deuda y su servicio cobró finalmente la legitimidad necesaria en los círculos gubernamentales y multilaterales de importancia. Impulsar, estimular y persuadir a la banca comercial para que participe en

1. Véase Nicholas Brady, "A Reexamination of the Debt Strategy", en Edward Fried y Philip Trezise (comps.), *Third World Debt*, Brookings Institution, Washington, 1989, pp. 69-76.

2. Para una descripción y análisis del Plan Baker, véase CEPAL, *Evolución del problema de la deuda externa en América Latina y el Caribe*, Serie Estudios e Informes de la CEPAL, núm. 72, 1988.

3. *Ibid.*

* El primer autor es economista de la División de Desarrollo Económico de la CEPAL, en Santiago de Chile, y la segunda, Visiting Fellow de la Brookings Institution, así como profesora de El Colegio de México. Ambos agradecen las aclaraciones y comentarios de Alain Ize, Noemí Lagreca, Roberto Marino, Daniel Marx y Sylvia Saborio, así como las útiles sugerencias de Martine Guerguil. Los errores posibles y las opiniones expresadas en el artículo son responsabilidad exclusiva de los autores y no representan los puntos de vista de las instituciones en donde trabajan.

operaciones que entrañen la reducción de la deuda dejó de ser anatema y se convirtió en el *quid pro quo* de las partes involucradas.

En particular, los aspectos novedosos de la iniciativa de Brady son:

1) El compromiso de asignar recursos públicos, sobre todo por medio de las instituciones multilaterales (FMI y Banco Mundial), para apoyar y estimular operaciones de reducción de la deuda bancaria.

2) La recomendación de que el FMI deje de condicionar la aprobación de programas o de su financiamiento a que los países concluyan previamente las renegociaciones de la deuda con la banca comercial.⁴

3) La propuesta de que los países donde se localiza la banca acreedora modifiquen sus regulaciones bancarias e impositivas para propiciar las operaciones de reducción de deuda.

El efecto principal de las declaraciones de Brady fue modificar la conformación de las coaliciones y la relación de fuerzas entre las partes involucradas en el problema de la deuda. A partir de ese momento, los países con programas de ajuste "coherentes y exitosos" podrían solicitar legítimamente el apoyo de algunos gobiernos acreedores (Estados Unidos y Japón, en particular) y de las instituciones financieras multilaterales (Banco Mundial, FMI y BID), así como contar con él para instrumentar operaciones de reducción de la deuda y su servicio. Este apoyo se mate-

4. Esto significaría que, en principio, el Fondo ya no seguiría cumpliendo el papel de "guardián" del buen comportamiento de los países frente a la banca.

rializaría tanto en el campo financiero como en el institucional y político.

Sin embargo, la propuesta de Brady mantuvo ciertos principios presentes en el Plan Baker. Al igual que antes, los acuerdos para instrumentar operaciones de reducción del monto de la deuda o su servicio deberían ser voluntarios, negociarse caso por caso y basarse en operaciones sancionadas por el mercado. El acceso de los países a los fondos públicos y al apoyo institucional continuaría determinado por su desempeño macroeconómico. En particular, para obtener el primero, el programa económico del país deudor debería contar con la aprobación del FMI.

El Plan Brady en acción

A pesar de las dudas y el escepticismo expresados inicialmente por diferentes sectores del mundo financiero, político y académico, la propuesta de Brady pasó con bastante rapidez del plano conceptual a la instrumentación.

En primer lugar, poco después de la conferencia de Brady se anunció el compromiso de destinar aproximadamente 30 000 millones de dólares de recursos públicos a apoyar las operaciones de reducción del monto de la deuda o de su servicio.⁵

En segundo término, durante los siguientes meses varios países pusieron en marcha cambios en la regulación bancaria para generar incentivos y eliminar obstáculos para las operaciones que involucrarán la reducción de la deuda. Por ejemplo, en septiembre de 1989 las autoridades de Estados Unidos anunciaron que los bancos que participaran en operaciones de canje de deuda por bonos a un valor nominal descontado, o con una tasa de interés inferior a la del mercado, no tendrían necesariamente que reducir el valor del activo en sus libros.⁶ Por otra parte, el Gobierno de Japón se ha mostrado dispuesto a otorgar beneficios impositivos a los bancos que acepten participar en operaciones de reducción de deuda. También han surgido interpretaciones favorables de ciertos aspectos de la reglamentación bancaria en Francia y el Reino Unido.⁷

5. Estos fondos se conforman de la siguiente manera: 24 000 millones de dólares serían aportados por el FMI y el Banco Mundial, y 6 000 millones por el Gobierno japonés. En principio, aproximadamente 12 000 de los 24 000 millones de las multilaterales se podrían utilizar para apoyar operaciones de recompra de deuda o garantizar el principal de la deuda redocumentada; los 12 000 restantes se podrían usar para garantizar intereses. Esto limita de antemano la conformación de la estructura de los acuerdos: es decir, la proporción de la deuda que puede estar sujeta a operaciones con reducción del principal o de la tasa de interés. Aproximadamente la mitad del financiamiento otorgado por las multilaterales, además, sería un porcentaje "restado" de los préstamos globales recibidos por el país y el resto sería dinero "adicional". Obviamente este último sólo estaría a disposición de los países que estuvieran llevando a cabo negociaciones para reducir el monto de la deuda o su servicio.

6. De hecho, la propuesta implicó que las operaciones de canje que involucren descuentos se tratarán como una reestructuración del préstamo. Por ende, el valor nominal del pasivo original puede mantenerse vigente en los libros del banco acreedor, siempre y cuando los pagos totales de intereses y principal al vencimiento del bono sean de un monto mayor que el valor total nominal de la deuda original. Esta interpretación de los cambios regulatorios se encuentra en una reglamentación denominada "FASB 15", del Federal Accounting Standard Board.

7. Véase CEPAL, *América Latina y el Caribe. Opciones para reducir el peso de la deuda*, Santiago de Chile, LC/G.1605/febrero de 1990, capítulo 1, 2 y 3.

En tercer lugar, de marzo a diciembre de 1989 se firmaron tres acuerdos en principio entre países deudores y sus correspondientes comités asesores de bancos: el de México, en julio, el de las Filipinas, en agosto, y el de Costa Rica, en noviembre.

Por último, otra demostración de la entrada en vigor de la propuesta de Brady fue que el FMI sistemáticamente ha dado apoyo a programas —e incluso realizó desembolsos— en países que al momento de la firma del programa no habían terminado las negociaciones con la banca comercial (por ejemplo, México) o que incluso estaban en mora en el servicio de su deuda con ésta (Venezuela, Ecuador y, más recientemente, Argentina).⁸

Los tres acuerdos vigentes: México, las Filipinas y Costa Rica

Los tres acuerdos difieren notablemente entre sí. El de México combina operaciones de canje de deuda vieja por nueva con descuentos sobre el principal o sobre los intereses, y montos relativamente pequeños de dinero fresco.⁹ El de las Filipinas constituye, en esencia, un plan para que la banca otorgue dinero fresco y participe en una operación de recompra de deuda de baja cuantía. Por último, en el de Costa Rica se propone una operación de recompra de una gran proporción de la deuda bancaria total del país y se excluye la opción de dinero fresco.

Por otra parte, como era previsible, la magnitud de los descuentos acordados entre los países y los comités asesores para las operaciones de redocumentación o recompra ha variado mucho de un país a otro. En general, tanto el valor de la deuda en el mercado secundario como la cantidad de recursos disponibles para los fondos de garantía (respecto al total de la deuda sujeta a reducción) han sido los factores que han influido más en la determinación del descuento. México, por ejemplo, obtuvo un descuento nominal de 35%, las Filipinas de 50% y Costa Rica de 84%. No obstante, estas cifras no deben interpretarse de manera aislada. De tanta importancia es el descuento como el monto de la deuda a la que se le aplicará.

En el caso de México, aproximadamente 29% de su deuda bancaria total (o sea, la de corto, mediano y largo plazos, pública y privada) se podrá redocumentar con 35% de descuento, y alrededor de 33% en bonos de igual valor, pero con una tasa fija de interés de 6.25% (lo que disminuye el pago de intereses en una cuantía similar a la que se logra con los bonos de reducción del principal).¹⁰ En el caso de las Filipinas, sólo 10% de su deuda bancaria total está sujeta a descuento, y en el de Costa Rica, la proporción podría ser de casi 60 por ciento.

8. Vale la pena mencionar que en el caso de Costa Rica y Bolivia el FMI había dado su aprobación y apoyo financiero, en forma experimental, aún antes de que Brady hiciera su propuesta.

9. También incluye operaciones de conversión de la deuda a capital por una cantidad relativamente modesta.

10. Las proporciones equivalentes sobre la deuda total sujeta a negociación (o sea, la de mediano y largo plazos estimada en 48 000 millones de dólares) son: 41% será sujeta a la redocumentación en bonos con descuento y 47% a la redocumentación con bonos a la par, pero con una tasa de interés igual a 6.25%, cuando la de mercado era cercana a 9%. Esto se describe en detalle en la sección dedicada a México.

A continuación se describen en detalle los tres acuerdos, así como sus posibles implicaciones para cada uno de los países. La presentación se hace en el mismo orden cronológico de los acuerdos.

México

Descripción del acuerdo

Después de una intensa (y muchas veces tensa) negociación, México firmó un acuerdo con su Comité Asesor de Bancos en julio de 1989.¹¹ El convenio afecta 48 000 millones de dólares de deuda bancaria de mediano y largo plazos, de una total, pública y privada, de casi 70 000 millones de dólares.¹² Se acordó que los bancos comerciales pueden escoger una o varias de las siguientes opciones:

- i) Realizar operaciones de canje de deuda por bonos redimibles a 30 años, con un descuento de 35% sobre el valor del principal y una tasa de interés igual a la *Libor* más 0.81% de sobretasa.
- ii) Efectuar operaciones de canje de deuda por bonos redimibles a 30 años, sin descuento sobre el principal y con una tasa de interés fija por debajo de la del mercado, igual a 6.25% por el tiempo de vida del bono.
- iii) Otorgar nuevos préstamos por un monto equivalente a 25% de los créditos de mediano y largo plazos otorgados a México en el pasado. Aquéllos se distribuirán a lo largo de cuatro años, con una tasa de interés igual a la *Libor* más 0.81% de sobretasa. El principal de estos préstamos se pagará en un máximo de 15 años, con 7 de gracia.

El acuerdo incluye, además, la posibilidad de hacer operaciones de conversión de la deuda en capital (*debt for equity swaps*) por un máximo de 3 500 millones de dólares, circunscritas a la adquisición de un máximo de 50% de las acciones de empresas públicas en proceso de privatización.¹³ También se incorporó una cláusula de "recaptura", cuya aplicación se vincula al nivel de precios del petróleo a partir de 1996.¹⁴

11. Según las noticias periodísticas, la formalización del acuerdo entre México y el Comité Asesor de Bancos requirió de presiones extraordinarias por parte del Gobierno estadounidense. Una vez que dicho acuerdo se firmó en julio, comenzó la tarea de convencer a todos los bancos acreedores de participar porque la instrumentación definitiva de los acuerdos (para México o cualquier otro país) sólo tiene lugar cuando todos los bancos dan su aprobación a los términos negociados y presentan las opciones disponibles que eligieron. En el caso de México, este proceso terminó a mediados de enero de 1990, o sea, seis meses después de la firma inicial con el Comité Asesor. [N. de la R: en este número de *Comercio Exterior* se publica un documento de la SHCP que describe el proceso y los resultados definitivos de esta operación, a propósito de la suscripción formal del canje de la deuda antigua por los nuevos instrumentos, ocurrida el 28 de marzo de 1990.]

12. La deuda total de México (bancaria y con organismos oficiales) era de 100 000 millones de dólares en diciembre de 1988.

13. Las limitaciones están concebidas para evitar los efectos inflacionarios implicados por las operaciones de "debt-for-equity swaps".

14. A partir de julio de 1996, el 30% de los ingresos adicionales de la exportación de petróleo que México obtuviera si el precio real del crudo sube por encima de 14 dólares por barril pasaría a los bancos que aceptaron las opciones 1) y 2). Sin embargo, este monto no puede exceder en ninguno de los años el 3% del valor nominal de la deuda que fue cambiada por bonos en el momento en que se efectuó el cambio.

Para apoyar las operaciones de canje de deuda por bonos con descuento o con menor tasa de interés se dispone de aproximadamente 7 000 millones de dólares, que en parte pueden usarse como colateral del total del principal convertido a bonos, y en parte como garantía renovable de los intereses de la deuda redocumentada a bonos por un mínimo de 18 meses.¹⁵ Los bancos que opten por dar nuevos préstamos no tendrán derecho a ningún tipo de garantías. En la medida en que no se cobren las disponibles para respaldar el pago de intereses, se desplazarán hacia adelante en el tiempo.¹⁶ Las garantías provienen de préstamos del FMI y del Banco Mundial (aproximadamente 3 700 millones de dólares), de Japón (2 000 millones) y de las propias reservas de México (1 300 millones). El acuerdo exige que las garantías se presenten en su totalidad a mediados de enero de 1990. Además, el acuerdo —y, por tanto, los beneficios que se derivan de él— es retroactivo al 1 de julio de 1989, independientemente de la fecha en que se firmen las nuevas obligaciones.

En un principio se esperaba que los bancos eligieran las tres opciones como sigue: 60% de la deuda se convertiría a bonos con la tasa de interés rebajada a 6.25%, 20% se canjearía por bonos con 35% de descuento sobre el principal y 20% estaría sujeta al principio acordado sobre nuevos préstamos. En la práctica la respuesta fue diferente. En primer término, los bancos presentaron mucha mayor resistencia que la anticipada a tomar la opción de proveer préstamos adicionales; en segundo, un mayor número de bancos que el esperado prefirió la opción de reducir el principal. En el acuerdo final, anunciado a mediados de enero de 1990, la deuda se distribuyó de la siguiente manera: 41% se redocumentará con disminución del principal, 47% con reducción de la tasa de interés y 12% entrará en la opción de nuevos préstamos.¹⁷

Consecuencias¹⁸

A continuación se exponen las implicaciones del acuerdo según las previsiones actuales. La deuda nominal total no cambiará mucho en términos netos. Es decir, la reducción que entraña el canje de deuda por bonos con descuento se compensa más o menos con los préstamos de 5 700 millones de dólares que adquirió México para generar los 7 000 millones de dólares de garantía. Las fuentes oficiales añaden a este cálculo la reducción implícita de alrededor de 7 500 millones de dólares debido a la baja en

15. El número de meses de pago de intereses que puede estar respaldado por una garantía depende de la composición final entre las opciones 1) y 2). Por razones un poco difíciles de explicar aquí, cuanto mayor (menor) sea la proporción de deuda sujeta a reducción de principal, mayor (menor) será el número de meses con pago de intereses garantizados.

16. O lo que en inglés se denomina "rolling guarantee".

17. La distribución final de las opciones en el acuerdo mexicano implicó que los 7 000 millones de dólares de colateral fueran garantía insuficiente para respaldar las operaciones de reducción de deuda y de los intereses. Para superar este obstáculo, algunos recursos adicionales vendrán del propio México y del Comité Asesor. (Véase "Mexico, Creditor Banks Complete Talks Covering US\$ 48 Billion of Debt", en *The Wall Street Journal*, 11 de enero de 1990.)

18. Un examen más detallado de las implicaciones del acuerdo para México y las características del acuerdo en general se encuentran en el testimonio presentado por Nora Lustig el 7 de febrero de 1990, ante el Subcommittee on International Development, Finance, Trade and Monetary Policy, House of Representatives, en Washington.

la tasa de interés sobre parte de la deuda redocumentada. La deuda total estimada para México es de 95 000 millones de dólares.

No obstante, el planteamiento del Gobierno mexicano siempre ha sido que el problema para el país no era el monto total de la deuda sino la transferencia neta negativa de recursos desde que comenzó la crisis de la deuda a mediados de 1982. Durante el período 1983-1988 dicha transferencia fue en promedio de alrededor de 8 700 millones de dólares anuales (5.5% del PIB).¹⁹

El cálculo de la reducción en la transferencia neta de recursos que se deriva del acuerdo cambia según los supuestos adoptados. Por ejemplo, si se incluye el ahorro de amortizaciones derivado de la redocumentación del principal en bonos redimibles en 30 años, el acuerdo contribuye a reducir la transferencia en 3 900 millones de dólares anuales en promedio durante los primeros cinco años (cerca de 2% del PIB de 1988). Si se considera que dicho ahorro no debería incluirse porque la amortización del principal habría seguido sujeta a una reprogramación casi automática (tal como venía ocurriendo), la reducción atribuible al acuerdo sería de cerca de 1 800 millones de dólares en promedio (alrededor de 0.9% del PIB de 1988).

No obstante, los efectos netos de corto plazo en el flujo de caja (los primeros cinco años) son inferiores si de la cifra anterior se restan: a) los 1 300 millones de dólares que México aportará de sus propias reservas, y b) los fondos del Banco Mundial y del FMI que México hubiese recibido de cualquier manera y que hubiese podido utilizar para otros fines.²⁰ Según los cálculos disponibles, los beneficios inmediatos en términos del flujo de caja neto suman alrededor de 1 000 millones de dólares anuales.

Así, la contribución del acuerdo con la banca comercial a disminuir la transferencia neta de recursos no es muy considerable. No obstante, la pregunta central es si dicha reducción es suficiente para garantizar la recuperación del crecimiento de la economía mexicana a una tasa aceptable y sostenible. Recuérdese que de 1982 a 1988 la tasa de crecimiento del producto en México fue de cero en promedio y que el nuevo gobierno asumió el compromiso de volver a crecer cuando tomó posesión en diciembre de 1988.

Según ciertos supuestos sobre el comportamiento de la balanza comercial, la inversión extranjera, la tasa de interés y los precios del petróleo, se ha estimado que es factible un ritmo de crecimiento medio de 4% anual durante los próximos cinco años. No obstante, dichos supuestos pueden ser erróneos, con lo que la tasa de 4% se volvería inviable. Por ejemplo, una caída de 2.50 dólares en el precio de exportación del petróleo o un aumento de un punto porcentual y medio de la tasa de interés internacional bastaría para anular casi en su totalidad la reducción en la transferencia neta de recursos asociada al ahorro neto de intere-

19. Estos datos provienen de Jesús Reyes Heróles González Garza (1988) "Multi-mini-menú: elementos para avanzar en la solución del problema de la deuda externa de México", documento no publicado. La transferencia externa neta global se define como: (crédito bruto + inversión extranjera directa + remesas + otros ingresos) - (amortizaciones brutas + pago de intereses + dividendos al exterior + otros egresos).

20. Estos fondos son los que se denominan "set asides". O sea, la proporción de los préstamos del Fondo y del Banco Mundial asignados a las operaciones de reducción de deuda y que de no existir éstas se hubieran podido disponer de otra forma.

ses pagados conforme a lo estipulado en el acuerdo. Por otra parte, el cierre de la brecha externa en los años venideros depende de fuentes de financiamiento no totalmente confiables, como la repatriación de capitales y los flujos proyectados de inversión extranjera directa.

Como aspecto positivo habría que mencionar el efecto inmediato del acuerdo en las tasas de interés internas. Éstas bajaron de alrededor de 55 a 35 por ciento al año en el lapso de dos semanas alrededor del 23 de julio, cuando se firmó el acuerdo con el Comité de Bancos. En fechas más recientes han vuelto a subir: en los dos primeros meses de 1990 fueron de aproximadamente 45%. Si bien esta tasa sigue siendo muy alta en términos reales, su disminución tiene un efecto benéfico importante en el servicio de la deuda interna y, por tanto, en las finanzas públicas (la caída inicial implicaría un ahorro anual cercano a 4% del PIB). Por otra parte, el acuerdo puede acarrear otros beneficios indirectos al contribuir, junto con otras medidas, a generar un clima propicio para la repatriación de capitales y la inversión extranjera.

Las Filipinas

Descripción del plan

En agosto de 1989, el Gobierno de las Filipinas firmó un acuerdo en principio con su Comité Asesor para efectuar una operación financiera en el marco del Plan Brady. De la deuda bancaria externa total (13 000 millones de dólares), 7 000 millones son de deuda pública de mediano y largo plazos.²¹ El plan propuesto por el Gobierno filipino y el Comité Asesor contiene dos opciones: una de "salida" para los bancos que así lo deseen, por medio de la recompra de deuda con cierto descuento, y otra de otorgar dinero fresco para el período 1989-1990. En contraste con el acuerdo mexicano, el convenio no obliga a los bancos a elegir una o las dos opciones, ya que pueden rechazar ambas.

Al firmar el convenio se consideró que los bancos otorgarían dinero fresco por 1 000 millones de dólares,²² documentados con bonos de 15 años de plazo, con 8 de gracia y un recargo de 0.81% sobre la *Libor*. A los bancos que prefiriesen la opción de salida, el Gobierno les ofreció comprar alrededor de 1 300 millones de dólares de la deuda a un precio cercano al del mercado secundario; es decir, de aproximadamente 50 centavos por dólar de deuda anterior. El grueso de los 650 millones de dólares requeridos para efectuar la operación vendría del fondo de recursos públicos comprometidos con base en el Plan Brady.

El Gobierno filipino llevó a cabo la recompra de la deuda bancaria en la primera semana de enero de 1990 y de esta forma las Filipinas fueron formalmente el primer país que concretó una operación de reducción de deuda en el marco del Plan Brady. En contraste, a finales de 1989 se hizo evidente que los bancos no estaban muy dispuestos a aportar dinero fresco. En febrero de 1990 concluyó la negociación de los nuevos préstamos por 712.5 millones de dólares, cifra muy inferior a la meta inicial de 1 000 millones. Con esta operación las Filipinas se constituyeron en el segundo país que completó un acuerdo en el marco del Plan Brady.

21. La deuda total (bancaria y no bancaria) era de 29 000 millones de dólares en 1989.

22. Originalmente se pensó solicitar dinero fresco por 1 300 millones de dólares.

Consecuencias

El acuerdo inicial de las Filipinas con el Comité Asesor de Bancos apareció días después del anuncio del convenio con México. Éste, según algunas fuentes, dejó sumamente descontentos a los bancos comerciales, sobre todo debido a la presión sin precedente a que los sometieron el Tesoro estadounidense y el FMI. El acuerdo con las Filipinas —evidentemente logrado con mucha rapidez y sin mayores presiones de organismos oficiales— tal vez pueda interpretarse como el arquetipo de lo que los bancos comerciales consideran la mejor manera de insertarse en el Plan Brady. Los bancos destacaron que, en contraste con el acuerdo mexicano, el de las Filipinas fue más voluntario y, originalmente, hizo más hincapié en la operación de dinero fresco que en la reducción del monto de la deuda o su servicio.

En realidad, el acuerdo filipino es poco representativo de los principios del Plan Brady. Su resultado neto es un leve aumento de la deuda nominal total²³ y una reducción insignificante de la carga anual de intereses (de 25 millones de dólares).²⁴ De hecho, la discrepancia entre la filosofía del Plan Brady y el acuerdo filipino hubiese sido todavía mayor de no ser porque los bancos fueron mucho más cautelosos que lo esperado en el otorgamiento de dinero fresco.²⁵

Finalmente, es importante destacar que la rapidez con que la banca llegó a un acuerdo con las Filipinas puede relacionarse con algunos rasgos particulares de ese país. Por un lado, la presión causada por la crisis de la deuda fue en apariencia considerablemente menor que en América Latina: en 1988 la economía creció a 7% anual, y se esperaba otra fuerte expansión en 1989. De hecho, su solicitud de dinero fresco originalmente tenía como objetivo aumentar sus reservas internacionales. Más aún, el lugar especial que ocupa en las relaciones con dos de las potencias —Japón y Estados Unidos—, parecía brindarle acceso privilegiado a los fondos bilaterales.²⁶

Por lo anterior, el país no sufría las mismas presiones que otros deudores. En consecuencia, podía ser al parecer menos exigente con la banca comercial en cuanto a formular un programa dentro del Plan Brady. No obstante, después de firmar el acuerdo en principio con el Comité Asesor, las Filipinas se enfrentaron a un vuelco en sus perspectivas. Por una parte, hubo un intento de golpe militar en diciembre de 1989 que provocó gran inestabilidad política. Por otra, se hicieron más claras las señales de las

23. La operación de recompra eliminó 1 300 millones de dólares de deuda bancaria. Sin embargo, el rescate de la deuda se financiará con 650 millones de dólares de préstamos oficiales. Además, el paquete incluye 712.5 millones de nuevos recursos.

24. Es evidente que en cuanto a su efecto sobre el pago de intereses a la banca, la reducción neta de deuda bancaria de 600 millones de dólares ahorraría al país 54 millones de dólares de pagos anuales de intereses (a una tasa de interés de 9.1%). Sin embargo, los préstamos oficiales de 650 millones de dólares destinados a financiar la recompra aumentará la carga de intereses en 52 millones de dólares (suponiendo una tasa de interés de 8%).

25. Como se dijo, los bonos de dinero fresco que se van a emitir representan casi 30% menos de lo que se propuso en el acuerdo en principio.

26. De hecho los dos países industrializados supradichos han mencionado el otorgamiento de hasta 14 000 millones de dólares para financiar conjuntamente un "Plan Marshall" para las Filipinas. Véase *The Economist*, diciembre de 1989, p. 30.

dificultades subyacentes en su economía. Los bancos privados percibieron rápidamente el cambio en la fortuna de su cliente, lo que explica en gran parte su renuencia a dar los nuevos préstamos. Quizá en el futuro las Filipinas tendrán que explorar de manera más frontal las opciones de reducir el monto y el servicio de su deuda.

Costa Rica

Descripción del acuerdo

El tercer acuerdo en el marco del Plan Brady lo firmaron Costa Rica y su Comité Asesor de Bancos en noviembre de 1989. La deuda total del país con los bancos es de aproximadamente 2 000 millones de dólares.²⁷ El acuerdo comprende 1 500 millones de dólares de la deuda bancaria de mediano plazo y 325 millones de dólares de atrasos acumulados en el pago de intereses desde 1986. El Gobierno de Costa Rica ha ofrecido a los bancos sólo la posibilidad de reducir el monto de la deuda o su servicio. Es decir, los bancos no tienen la opción de ofrecer nuevos préstamos y de esta manera evitar un castigo de su cartera.

Conforme al acuerdo, los bancos tendrán la oportunidad de vender su deuda —incluyendo los intereses atrasados— a Costa Rica a un precio de alrededor de 16 centavos por dólar. Los 325 millones de dólares de atrasos acumulados se integran a la operación de recompra de la siguiente manera: cada vez que un banco esté dispuesto a vender en parte o en su totalidad lo que se le adeuda, estará aceptando también vender los atrasos que corresponden proporcionalmente a dicho monto.

Los bancos que vendan 60% o más de su cartera podrán canjear la deuda remanente por un bono a 20 años (incluyendo 10 de gracia), con una tasa fija de interés por debajo del mercado, igual a 6.25%. Por otra parte, para alentar a los bancos a comprometerse en una gran operación de recompra, estos bonos disfrutarán de una garantía renovable de por lo menos 12 meses del pago de intereses.²⁸ En contraposición, los bancos que vendan menos de 60% de sus préstamos recibirán bonos con un vencimiento mayor (25 años, con 15 de gracia), a una tasa de interés fija de 6.25% y sin garantías.

Los demás atrasos acumulados, o sea los relacionados con la deuda remanente después de la operación de recompra, se eliminarán mediante un pago de 20% al contado y la reprogramación del saldo restante a 15 años (sin período de gracia), con una tasa de interés de 0.81% sobre la *Libor*. Nuevamente, para alentar una gran participación en la recompra, los bancos que comprometan en ella 60% o más de su cartera recibirán una garantía renovable que cubre tres años del pago de los intereses que resulten de los atrasos reprogramados.

Al igual que los bonos mexicanos, los de Costa Rica gozarán de una cláusula de recaptura. Los bancos tendrán derecho a pagos adicionales cuando el PIB de ese país exceda 120% del nivel de 1989 en términos reales. Sin embargo, en ningún caso podrán los pagos adicionales exceder en un año de 4% del valor total de los bonos y de los préstamos relacionados con la reprograma-

27. La deuda total del país es igual a 4 600 millones de dólares.

28. A diferencia del caso de México, el principal no está respaldado por ninguna garantía.

ción de los intereses atrasados. Una vez cancelados estos últimos préstamos, el tope para pagos adicionales será igual a 2 por ciento.

Como parte del "paquete", Costa Rica también pondrá en funcionamiento un programa de conversión de deuda a capital, por un monto máximo de 20 millones de dólares al año sobre los próximos cinco años.

Para financiar el acuerdo se necesitarán cerca de 253 millones de dólares. Poco más de 100 millones procederán del Banco Mundial y del FMI en forma de préstamos. Los recursos restantes provendrán de fuentes bilaterales.

Es interesante notar que un aspecto muy conflictivo de las negociaciones fue el tratamiento de los atrasos. Hay ejemplos históricos de condonación —cuando menos parcial— de intereses en mora de la deuda. Esto ocurrió en los años cuarenta, cuando los gobiernos de América Latina regularizaron el servicio de los bonos sujetos a incumplimientos durante la gran depresión.²⁹ También se ha hecho durante la crisis actual. Por ejemplo, en 1988 los bancos privados condonaron 150 millones de dólares de intereses atrasados cuando Bolivia efectuó la recompra —a 11 centavos por dólar— de la mitad de su deuda bancaria de 670 millones de dólares. En 1989, algunos bancos condonaron a Honduras 95% de los intereses en mora, como parte de una reprogramación de 60 millones de dólares de deuda atrasada de dicho país. No obstante, en vista de la gran acumulación de atrasos en países muy endeudados, tales como Argentina y Brasil, los bancos privados aparentemente fueron muy cuidadosos de no dar la impresión de que Costa Rica, en la tercera operación formal del Plan Brady, se había beneficiado con una condonación de los intereses atrasados.

Es evidente que el acuerdo de Costa Rica otorga condiciones relativamente más onerosas a la parte de la deuda que se refiere a atrasos que al resto de ella: el plazo de amortización de dicha parte es de sólo 15 años, no hay período de gracia y la tasa de interés es la del mercado. Sin embargo, el precio convenido para la recompra de la deuda (16 centavos) era en su momento 2-3 centavos más bajo que la cotización observada en el mercado secundario. En vista de que las operaciones de recompra se realizan normalmente a un precio igual o mayor que el vigente en el mercado secundario, la recompra costarricense podría contener una condonación "escondida" de por lo menos parte de los intereses atrasados.

Finalmente, otro aspecto del acuerdo que creó mucha oposición por parte de los bancos fue la insistencia de Costa Rica en no incluir la opción de nuevos préstamos. Como se ha señalado, el Gobierno de ese país sí logró evitar dicha opción en el convenio con la banca.

Consecuencias

Un aspecto importante de las negociaciones entre Costa Rica y la banca comercial es que se realizaron cuando el país ya llevaba mucho tiempo en moratoria parcial. En 1986 el Gobierno dejó de amortizar la deuda bancaria. Por otra parte, del total de inte-

reses devengados sobre dicha obligación, aproximadamente igual a 180 millones de dólares por año, el país pagó de 30 a 35 millones de dólares anuales. Es decir, el servicio de la deuda era equivalente al que hubiera prevalecido con una tasa de interés efectiva de alrededor de 2% al año, frente a la vigente, cercana a 10%. En 1989, como parte de la condicionalidad del nuevo convenio con el FMI, se acordó aumentar los pagos a la banca a 44 millones de dólares.

Si conforme al acuerdo reciente el país logra comprar 60% de la cartera bancaria, la deuda con la banca disminuirá en 1 095 millones de dólares. Sin embargo, en vista de que se debe financiar la recompra con nuevos préstamos oficiales de 253 millones, la reducción neta será menor: 842 millones de dólares. Esta quita de obligaciones representa una reducción de 18% de la deuda total del país, la cual asciende a 4 700 millones de dólares, aproximadamente.

Con un arreglo de ese tipo, Costa Rica terminará pagando algo más en intereses que lo registrado en 1987-1989. Si en el cálculo se incluye la remesa por este concepto que se vincula con los préstamos oficiales utilizados para financiar el acuerdo, el pago de intereses resultante llega a casi 70 millones de dólares por año.³⁰ Esta cifra supera a la registrada durante el lapso de la moratoria parcial; sin embargo, representa una reducción de 60% respecto a los intereses devengados durante 1988 sobre la deuda con los acreedores privados si los intereses se hubieran pagado en su totalidad.³¹ En cuanto a los devengados sobre la deuda total del país, el acuerdo con la banca podría reducirlos en alrededor de 30 por ciento.³²

Al parecer, las autoridades de Costa Rica estiman que el acuerdo con la banca implicaría un servicio manejable y compatible con las metas de crecimiento del país.

Es importante notar que Costa Rica disfrutó de ventajas importantes durante sus negociaciones con la banca, algunas tal vez difíciles de reproducir. Por una parte, la presión para llegar a un acuerdo que redujera la deuda o su servicio era relativamente menor. Esto fue consecuencia del buen manejo de la moratoria parcial, en parte porque se dio en el marco de un programa económico reconocido por su coherencia y que tuvo el respaldo del

30. En el supuesto de que se efectuará una recompra de 60% de la cartera, el cálculo de las consecuencias es el siguiente. Después de la recompra, la deuda bancaria se reduce a 730 millones de dólares, y de ésta 130 millones se refieren a atrasos. Sobre los 600 millones de dólares de deuda "normal" se aplica una tasa de interés fija de 6.25%, dando lugar a pagos anuales de 37.5 millones de dólares. Sobre los 130 millones de dólares de atrasos pendientes, se pagará 0.81% por encima de la *Libor* (aproximadamente 9.1% hoy en día), generando un pago de intereses de 12 millones de dólares por año. Finalmente, suponiendo una tasa de interés de 8% sobre los nuevos préstamos oficiales de 253 millones de dólares utilizados para financiar el acuerdo, el pago anual de intereses sobre estos préstamos será de 20 millones de dólares. La suma total de pago de intereses vinculados a las operaciones del acuerdo es de 70 millones de dólares por año.

31. Como se mencionó en el texto, la cuenta total de intereses hubiese sido igual a 180 millones de dólares.

32. Los intereses devengados de Costa Rica en 1989 fueron 375 millones de dólares, de los cuales alrededor de 180 millones correspondían a la deuda bancaria. Merced al acuerdo con la banca, si no aumenta la tasa *Libor*, la cuenta de intereses podría caer a alrededor de 265 millones de dólares.

29. Véase Marilyn Skiles, "Latin American International Loan Defaults", Federal Reserve Bank of New York, Research Paper núm. 8812, abril de 1988, pp. 24-34.

FMI. En esas condiciones, los bancos quizá percibieron que la moratoria de Costa Rica era sostenible porque los costos que generó fueron perfectamente tolerables. Por tanto, desde la perspectiva de la banca, llegar a un acuerdo con Costa Rica abriría paso a un mejor servicio de la deuda, aunque se absorbiera una gran reducción de la misma, y esto era preferible a mantener el *statu quo*.

En cierto sentido, esta dinámica es la inversa de lo que ocurrió con México, país que había estado cumpliendo cabalmente con el servicio de la deuda cuando entró en las negociaciones. En vista de que los bancos habían estado recibiendo 100% de los intereses, la resistencia a aceptar cualquier reducción significativa del monto adeudado fue mucho más vehemente, ya que ello los dejaría en una posición claramente inferior al *statu quo*, en el supuesto de que México siguiese con la misma puntualidad.

El acuerdo de Costa Rica también tiene un carácter particular por la manera en la cual se va a financiar la reducción de la deuda. Dicho país ocupa un lugar especial desde el punto de vista político en el contexto centroamericano y esto le sirvió para conseguir de la comunidad internacional un monto considerable de fondos bilaterales; por ejemplo, Estados Unidos contribuyó con 33 millones de dólares, Taiwán con 40 millones, y Japón con otros 40 millones. Quizá sean pocos los países de la región que puedan usar su red diplomática para atraer recursos bilaterales a un programa de reducción de la deuda en montos comparables.

Consideraciones adicionales

Los tres acuerdos concretados en el marco del Plan Brady representan un avance importante respecto al manejo de años anteriores del problema de la deuda externa. Queda por verse si los acuerdos logrados podrán eliminar efectivamente la excesiva transferencia de recursos al exterior y su efecto perverso en el potencial de crecimiento de los países afectados. Otra incógnita es cuáles serán las consecuencias del Plan Brady en un contexto geográfico más amplio. Después de todo, México, Costa Rica y las Filipinas son países que mantienen relaciones especiales con Estados Unidos o con Japón (incluso con ambos). La verdadera "prueba de fuego" del Plan vendrá cuando llegue el turno de los demás países de América Latina, los que tienen menor valor estratégico para los centros hegemónicos y que se enfrentan a mayores dificultades en el manejo de su deuda externa.

Al respecto se podría decir que la eficacia del Plan Brady como instrumento para reducir la carga excesiva de la deuda dependerá de dos cuestiones centrales: 1) el monto de los recursos públicos asignados a la tarea de disminuir la transferencia neta de recursos al exterior por parte de los países deudores, y 2) el grado de coordinación y la presión pública que se ejercerá sobre los bancos para "reclutar" voluntarios que participen en las operaciones de reducción y en el otorgamiento de dinero fresco.

Requerimientos de financiamiento

Con los mecanismos prevalecientes, los 30 000 millones de dólares de recursos públicos disponibles no bastarán para eliminar el exceso de deuda en la región. Estos recursos habrán de repartirse entre los 39 países que en principio pueden participar en el Plan Brady. En conjunto tienen una deuda pública de mediano y largo plazos con la banca de aproximadamente 279 000

millones de dólares.³³ Si hubiera una recompra de esta deuda al precio promedio que regla en los mercados secundarios en el momento inmediatamente anterior al anuncio del Plan Brady (alrededor de 35 centavos por dólar), los 30 000 millones de dólares podrían financiar una reducción de las obligaciones con la banca de 86 000 millones de dólares, es decir, 30% de la deuda bancaria de mediano plazo del sector público.³⁴ En términos netos, sin embargo, dicha deuda sólo disminuiría en 56 000 millones de dólares, ya que la recompra se financiaría con 30 000 millones de dólares de préstamos oficiales.

Una disminución de la deuda bancaria en la magnitud descrita es bastante inferior a la reducción de 50% o más solicitada por muchos expertos y por la mayoría de los países latinoamericanos. En otras palabras, el financiamiento público disponible para ese propósito permite sólo una eliminación parcial del exceso de deuda bancaria de la región. Los pocos países que se podrían favorecer con una iniciativa modesta como la presente serían los que no tienen realmente una excesiva carga de endeudamiento o los que —aun estando sobreendeudados— prefieren mantener el servicio de la deuda, a pesar del costo social que esto implique. En la práctica, estas naciones perciben que el valor real de su deuda es equivalente a su valor nominal; por tanto, cualquier oportunidad de recompra de deuda con cierto descuento representa un ahorro real importante y un alivio en términos de liquidez para la balanza de pagos.

Por otra parte, para un país con una cuantiosa sobrecarga de endeudamiento y que no esté dispuesto a servir la deuda a valores nominales, una recompra parcial del exceso de ella, o su intercambio por bonos garantizados, podría significar un uso ineficiente de las escasas divisas disponibles, cuando éstas tuvieran otros usos (por ejemplo, reservas o préstamos que hubiesen existido para financiar proyectos o la balanza de pagos de cualquier forma). Esto ocurre porque las operaciones de recompra parcial o de intercambio por bonos garantizados pueden subir el precio de la deuda remanente en los mercados secundarios. Al mismo tiempo, el descuento sobre los pagarés en el mercado secundario seguiría siendo alto debido a que la excesiva carga de la deuda no se habría eliminado, en vista del carácter parcial de la operación. La persistencia de un amplio margen de descuento sobre la deuda en los mercados secundarios y la consiguiente inseguridad por las reclamaciones financieras continuarían desalentando tanto la repatriación de capitales y el otorgamiento de nuevos préstamos voluntarios como la inversión privada en la nación deudora. En otras palabras, una operación parcial, que no elimine el exceso de deuda, puede dejar al país en el peor de los mundos. Por un lado, las operaciones futuras orientadas a reducirla serán más costosas debido al aumento de su precio en el mercado secundario. Por otro, la presencia en dicho mercado de tasas de descuento todavía altas, pese a su disminución, continuaría produciendo señales negativas para la comunidad financiera y los inversionistas potenciales.

Para el grupo de países que no están en condiciones de servir sus obligaciones externas a 100% de su valor nominal, las operaciones de recompra o de intercambio de deuda por bonos entrañan claros beneficios, en la medida en que esto les permitiera re-

33. Véase Jeffrey Sachs, "Making the Brady Plan Work", Harvard University, Departamento de Economía, Cambridge, Mass., 1989, cuadro 1.

34. Este resultado se obtuvo dividiendo 30 000 millones de dólares entre 0.35, lo que da 86 000 millones de dólares de rescate de deuda bancaria.

solver, de manera global y definitiva, el problema del endeudamiento excesivo y de la transferencia neta de recursos al exterior. A falta de un arreglo de esta índole, siempre convendría más al país deudor canalizar los escasos recursos externos (incluidos los fondos del FMI y del Banco Mundial) hacia programas nacionales de apoyo a la inversión, las reformas y el crecimiento económico. Después de todo, es muy posible que un dólar invertido internamente lograra una tasa de beneficio social mayor que un dólar utilizado para obtener diez centavos de alivio en el flujo de caja vinculado con una reducción marginal de una deuda que, de todas suertes, no se podía pagar.³⁵ Por tanto, un plan de los gobiernos acreedores para canalizar recursos existentes del Banco Mundial y del FMI que sólo reduzca en forma parcial la carga excesiva puede ser una modalidad cuestionable de empleo de dichos recursos, ya que el objetivo central de los organismos internacionales es promover el desarrollo de los países endeudados en exceso.

Como se señala en un estudio reciente de la CEPAL,³⁶ otro inconveniente de financiar una reducción parcial de la carga excesiva consiste en su efecto en la estructura de los pasivos externos. Es decir, cuando se cambia deuda por bonos y no se elimina en definitiva el exceso de carga, la probabilidad de problemas futuros en el servicio de la deuda remanente es relativamente alta. Además, después de dicha operación la deuda está denominada en bonos y estos instrumentos financieros son difíciles de reprogramar. Por tanto, el país con dificultades de pago se podría enfrentar a la incómoda situación de incumplimiento formal con respecto a las nuevas obligaciones. Esto puede ser más grave que la moratoria de la deuda bancaria actual. En efecto, además de contaminar el mercado de bonos, en el cual los países de la región tienen un buen historial, los tenedores de estos instrumentos están más dispuestos por lo general a emprender acciones jurídicas contra los deudores morosos. Otro factor que agrega rigidez a la estructura de la deuda es que el Plan Brady financia la conversión de ésta en bonos con préstamos de las agencias multilaterales (FMI y Banco Mundial), y éstos no son reprogramables.

El Plan Brady será una solución cabal al problema de la deuda bancaria externa sólo si acaba con la carga excesiva de su servicio de manera rápida y definitiva. Según la CEPAL,³⁷ el monto adecuado de recursos públicos para generar garantías requeridas en operaciones destinadas a dicha eliminación definitiva en el Tercer Mundo probablemente es de alrededor de 90 000 millones de dólares,³⁸ o sea el triple del actual. Sin embargo, es importante notar que si las operaciones de canje realmente logran reducir la carga excesiva de la deuda, dichas garantías públicas —que estarían repartidas entre por lo menos diez países industrializados— serían pasivos contingentes, ya que la probabilidad de que los bancos tengan que cobrar las garantías es relativamente muy baja.

35. A una tasa de interés de 10%, un dólar de reducción de deuda permite reducir en diez centavos el pago de intereses. Este último es el ahorro real en la balanza de pagos, ya que cuando el descuento sobre la deuda es grande, el valor real absoluto de la deuda marginal es bajísimo. Además, en términos prácticos, es posible reprogramar las amortizaciones con facilidad. Véase Robert Devlin, "El nuevo manejo internacional de la deuda de América Latina", en *Comercio Exterior*, vol. 39, núm. 12, México, diciembre de 1989.

36. CEPAL, *op. cit.*, cap. IV.

37. *Ibid.*, *loc. cit.*

38. *Ibid.*, *loc. cit.*

La cuestión de la coordinación

La necesidad de una coordinación efectiva del Plan Brady surge, sobre todo, de que ningún banco tiene incentivos para participar por sí solo en las operaciones de reducción porque el valor de su activo mejora en la medida en que sean otros bancos los participantes.³⁹ Es decir, no se puede esperar una reducción adecuada de la deuda sobre la sola base de respuestas voluntarias de la banca. Para lograr el objetivo del Plan Brady se requieren fuertes presiones del sector oficial internacional a fin de que los bancos participen realmente en el mecanismo propuesto.

Como se mencionó, el Tesoro estadounidense y el FMI aplicaron una buena dosis de "persuasión moral" a los bancos durante las negociaciones con México y, en menor medida, con Costa Rica. Sin embargo, tal procedimiento no parece suficiente para asegurar un éxito más generalizado del Plan Brady, ya que es difícil imaginar que los funcionarios del Fondo y del Tesoro tendrán el tiempo y la voluntad política para repetir una campaña de esa envergadura en 36 países más. Al final de cuentas, para que el Plan Brady funcione en forma pareja en un número amplio de países, se requiere un marco institucional coherente de incentivos específicos, del tipo "zanahoria o garrote", que promueva la aceptación de pérdidas "voluntarias" en la comunidad bancaria. En este ámbito, queda aún mucho que hacer en cuanto a la revisión de las disposiciones jurídicas, contables e impositivas, de los préstamos bancarios del Tercer Mundo.⁴⁰

El FMI tiene un papel clave en la coordinación efectiva de la reducción de la deuda. Como ha señalado recientemente la CEPAL,⁴¹ para que el Plan Brady tenga éxito, dicho organismo financiero habrá de desempeñarse como "árbitro" indispensable en la definición de la verdadera capacidad de pago de un país, en el marco de un programa nacional de mediano plazo de inversión y crecimiento aceptables. Si los bancos no aceptan la estimación *ex-ante* de la capacidad de pago acordada entre el deudor y el Fondo, este último debe mantenerse firme y dispuesto a defender la estimación de los requerimientos de financiamiento externo del programa económico, aun cuando fuera necesario tolerar la acumulación de atrasos en el servicio de la deuda por parte del país.⁴²

En suma, el Plan Brady está conceptualmente bien formulado y, sin duda, representa un importante avance en el manejo del problema internacional de la deuda externa de los países en desarrollo. No obstante, si no se movilizan pronto los recursos públicos adecuados en torno a la instrumentación del Plan o si la coordinación de las partes es inadecuada, esta propuesta no tendrá efectos contundentes en el futuro cercano. En ese caso, sólo servirá para aliviar levemente la sobrecarga de la deuda o, peor aún, beneficiar a unos pocos países privilegiados con capacidad de negociación especial: □

39. El problema conocido como "free-rider effect" (el efecto del que no tiene que pagar su boleto del tren pero sí puede viajar).

40. Algunas recomendaciones al respecto se encuentran en Jonathan Hay y Michel Bouchet, *The Tax, Accounting, and Regulatory Treatment of Sovereign Debt*, Banco Mundial, Washington, 1989.

41. CEPAL, *op. cit.*, cap. IV.

42. El tratamiento de las discrepancias respecto a la capacidad de pago deben resolverse *ex-post* mediante cláusulas de "recaptura" en los convenios de reducción de la deuda.