

El Plan Brady y la negociación de la deuda mexicana

Thomas Carsten Ebenroth
Gabriela Gándara*

Introducción

El 10 de marzo de 1989 el secretario del Tesoro estadounidense, Nicholas F. Brady, dio a conocer una nueva iniciativa para mejorar la situación de la deuda de los países en vías de desarrollo, conocida como Plan Brady. En ella se propone reducir la deuda de estas naciones con los bancos comerciales. A partir de entonces se precipitó un alud de opiniones, comentarios, especulaciones y esperanzas tanto en los medios oficiales y privados como en los de información. El Plan no contiene innovaciones, pues combina elementos conocidos. Sin embargo, reconoce abiertamente la necesidad de reducir los pagos por concepto de deuda o, mejor dicho, de disminuir la transferencia neta de recursos al exterior. Según estimaciones del Departamento del Tesoro estadounidense, la transferencia neta financiera (préstamos nuevos menos servicio de la deuda) de los países más endeudados fue de 1.1 000 millones de dólares en 1987.¹

Desde 1985, cuando se propuso el Plan Baker, se ha reconocido que a largo plazo los países en desarrollo sólo podrán servir su deuda si logran un mayor crecimiento económico, para lo cual precisan nuevos créditos. El Plan Baker proponía cambiar el financiamiento mínimo obligatorio por uno más liberal y voluntario. Sin embargo, después de cinco años se puede afirmar que no cumplió con sus propósitos, pues la mayoría de los países no ha dispuesto del dinero nuevo concertado durante la operación de ese Plan. Ello obedeció tanto a las dificultades inherentes al armado de paquetes de dinero nuevo como a que los bancos acreedores no encontraron los incentivos suficientes para otorgar créditos adicionales.

El Plan Brady, a diferencia del Baker, se centra más en lograr una reducción voluntaria (adoptada caso por caso) que en conceder nuevos créditos. El propósito de este artículo es analizar los elementos del Plan Brady y estudiar su aplicación en la nueva restructuración de la deuda de México.

1. Departamento del Tesoro, "First Report to the Congress Concerning World Bank Strategy and Lending Program in Debtor Countries" Washington, 18 de marzo de 1989.

* Profesores e investigadores del Centro de Economía Internacional de la Universität Konstanz, RFA.

Los instrumentos del Plan Brady

El Plan Brady formula propuestas políticas, financieras y jurídicas.² En lo político, se afirma que dada la necesidad de crecimiento de los países con elevada deuda externa es necesario aplicar reformas adecuadas para fomentar la inversión y el ahorro internos y ayudar a promover el retorno de capitales. Se debe crear una atmósfera de confianza para los inversionistas nacionales y extranjeros.

Estas políticas deben ser parte de los nuevos programas del FMI y el BM, que deben seguir ayudando a los diferentes gobiernos en la formulación y aplicación de programas de política económica. En la práctica esto se traduce en medidas como emitir nuevos reglamentos para la inversión extranjera, continuar la privatización de las empresas estatales y disminuir, incluso más de lo que ya se ha hecho, el gasto público. En el caso de México se ha trabajado con el fin de realizar estos ajustes de manera congruente. Sólo unos meses después de la propuesta de Brady el Gobierno mexicano puso en vigor las modificaciones al reglamento que regula la inversión extranjera.³

Respecto a los gobiernos acreedores, el Plan Brady sugiere continuar la restructuración con el Club de París y examinar la forma en que sus sistemas tributario, regulatorio y contable pueden fomentar la participación de los bancos en operaciones de reducción de deuda. El sistema tributario es de importancia crucial, ya que ciertas políticas impositivas pueden reducir la aceptación del mercado por algunas transacciones. El sistema regulatorio puede afectar la eficiencia de las operaciones, mientras que el contable, si bien no las favorece directamente, sí puede impedir las.

Otro punto que destacó Brady es que las políticas macroeconómicas de los países industrializados deben fomentar la ampliación del intercambio comercial internacional. Al tiempo que se reconoce que muchos países en desarrollo dependen de la exportación de materias primas y se recomienda que aumenten sus ventas externas en general, se señala que se debe conseguir que los países industrializados les den acceso a sus mercados. Para evitar que estos últimos tomen drásticas medidas proteccionistas, el Plan Brady recomienda un sistema comercial más abierto conforme a los principios de la Ronda de Uruguay sobre negociaciones comerciales.

2. "Remarks by the Secretary of the Treasury Nicholas Brady to the Brooking Institutions and the Bretton Woods Committee Conference on Third World Debt", en *Treasury News*, Washington, 10 de marzo de 1989.

3. Véase "Reglamento de ley para promover la inversión mexicana y regular la inversión extranjera", en el *Diario Oficial de la Federación*, México, 16 de mayo de 1989.

En lo financiero, en el Plan Brady se fortalece el papel del BM y del FMI. Ambas organizaciones estarían en posibilidad de ofrecer un nuevo y adicional soporte financiero que se podría utilizar en planes específicos de reducción de deuda. En particular se sugieren tres posibilidades:

1) *Recompra en efectivo (buy-back)*. En esta opción, el país deudor utiliza reservas en efectivo (ya sean propias o dinero prestado por medio del BM o del FMI) para recomprar con descuento parte de su deuda con los bancos acreedores. Una forma de medir el descuento es considerar los precios de las deudas en el mercado secundario, lo cual brindaría condiciones favorables para los países deudores (como se verá más adelante, en el caso de México el descuento conseguido no es igual al del mercado secundario). Por ejemplo, si la deuda de Venezuela se vende a 35 centavos por dólar y este país decide recomprar 3 dólares, tendría que pagar 1.05 dólares. Con este propósito pide 1.05 al BM y disminuye su deuda 1.95 (la deuda bancaria disminuye 3 dólares, mientras que la del BM aumenta 1.05).

2) *Conversión de deuda vieja con tasa de interés flotante en nueva con plazos más largos y tasa fija*. El pago de intereses o del principal debe estar total o parcialmente garantizado, es decir, la deuda pública restructurada se deberá sustituir con descuento por algún instrumento financiero comerciable (cupón cero o cualquier otro).⁴ Las garantías pueden conseguirse de diferentes maneras. Por ejemplo, para refinanciar un crédito un país puede emitir nuevos bonos, los cuales deben contar con la garantía colateral del Tesoro de Estados Unidos que, a su vez, emite otro bono (cupón cero) por un monto que a su vencimiento genere una cantidad equivalente a la nueva emisión de los bonos del país deudor.

Otra forma de establecer garantías consiste en que el BM preste dinero a un país para que éste adquiera valores que se depositarán como garantía colateral sobre los nuevos bonos. Una de las ventajas para la nación deudora es que al captar una parte de los descuentos del mercado secundario obtiene una reducción del monto de la deuda y no se requiere efectivo a corto plazo para la amortización. Además, el servicio obligatorio de la deuda se reduce al pago de intereses hasta la fecha pactada.

Si bien este instrumento financiero es eficiente, no deja de presentar algunas desventajas. Si se trata de garantías del FMI o el BM, el problema es que los nuevos créditos que estas instituciones pueden otorgar son limitados, pues los bancos están en posibilidades de transferir el riesgo a las instituciones financieras. Por otra parte, las garantías ofrecidas deben ser suficientemente atractivas para que los bancos estén dispuestos a aceptar un descuento y participar. Este problema se presentó en el mecanismo de reducción de deuda propuesto por el Morgan y el Gobierno de México y a ello se debe que tuviera tan poca aceptación en el mercado a principios de 1988.

En esta operación México ofreció a los acreedores bancarios un intercambio de deuda por bonos del Gobierno, los cuales contarían con la garantía colateral de un bono cupón cero del Teso-

ro de Estados Unidos.⁵ Una vez que los bancos aceptaron esa iniciativa México realizó una subasta, en la que sólo aceptó las ofertas cuyo descuento consideró conveniente. Simultáneamente compró los bonos cupón cero utilizando parte de sus reservas internacionales. Tanto los bonos cupón cero como los del Gobierno se emitieron a un plazo de 20 años y con intereses capitalizables de 1 5/8 sobre la *Libor*. Al vencimiento el Tesoro de Estados Unidos cubriría a México el valor capitalizado del cupón cero, con lo cual el pago del principal de los bonos mexicanos estaría asegurado. A pesar de que la tasa de interés era más alta que la de la deuda restructurada (13/18 sobre la *Libor*), ofrecía una ventaja: el pago del principal se realizaría hasta el año 2008, sin afectar las reservas del país. México esperaba lograr un descuento que girara alrededor de los precios de sus adeudos en el mercado secundario, es decir, 50 por ciento.

México recibió 320 cotizaciones de 139 bancos por un total de 6 700 millones de dólares. Rechazó 45% de ellas y sólo aceptó 3 665 millones de dólares con un precio promedio de 69.77 centavos por cada dólar de deuda antigua. México emitió bonos por 2 557 millones de dólares (aproximadamente 30% de descuento) y logró una reducción de 1 108 millones de dólares.

Este intercambio significó sólo un pequeño avance respecto a las expectativas de México. Por una parte, los bancos consideraron que tanto los bonos de este país como las garantías colaterales del Tesoro de Estados Unidos eran insuficientes ya que "al cambiar la deuda por bonos de menor valor en el principal, se obligaban de inmediato a aceptar una pérdida en el valor en libros de su capital, algo que muchos no querían hacer".⁶ Por otra parte, no se aclaró a los bancos que estos bonos tendrían prioridad en el servicio e independencia de los acuerdos de restructuración o de la necesidad de nuevos créditos. Por último, un incentivo para que los bancos participaran hubiera sido una ampliación de la cláusula de participación proporcional de pagos (*sharing clause*) mediante la cual tendrían preferencia respecto a los que no participaran.

El problema para propagar el uso de este instrumento es que la mayoría de los países con problemas de deuda carecen de reservas internacionales suficientes para comprar los bonos colaterales. Por ello la conversión de deuda vieja por nueva en forma de bonos debe incluir elementos adicionales a los del Plan México-Morgan. Por ejemplo, podrían garantizarse los intereses o, como propone el Plan Brady, modificar algunas cláusulas de los acuerdos de restructuración.

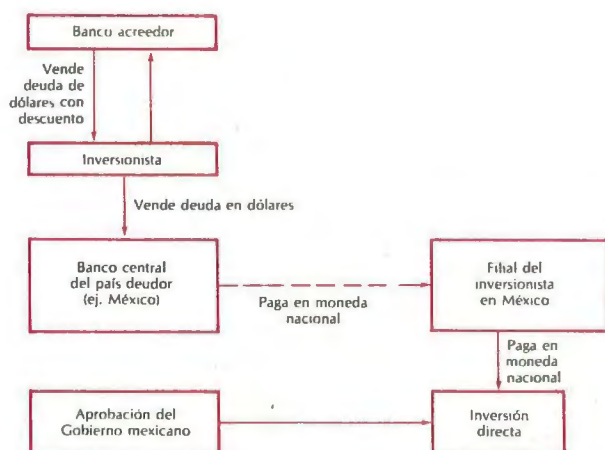
3) *Sustitución de deuda por inversión*. Desde el inicio de la crisis de la deuda en 1982 se ha modificado la posición política respecto a las inversiones extranjeras directas y se han elaborado nuevas formas para promoverlas. Con los *swaps* un inversionista compra a un banco los títulos de deuda de un país deudor con descuento sobre su valor nominal, generalmente a precio del mercado secundario, y los cambiará por la moneda nacional del país para invertirlos. En otras palabras, se cambia deuda por capital

5. Kenneth L. Telljohann y Richar H. Buchholz, "The Mexican Bond Exchange Offer. An Analytical Framework", en *Solomon Brothers, Inc.*, enero de 1988, p. 3; Carsten Thomas Ebenroth y Matthias Cremer, "Mexikos Umschuldungsangebot. Ein Ansatz zur Lösung der Schuldenkrise", en *Die Bank*, Colonia, septiembre de 1988, pp. 488-494.

6. Jeffrey Sachs, "Nuevos enfoques para la crisis de la deuda latinoamericana", en *El Trimestre Económico*, vol. VI (1), núm. 221, México, enero-marzo de 1989, nota 18, pp. 133-194.

4. Sobre garantías véanse Klaus Regling, "Neue Finanzierungsansätze beim Management der Schuldenkrise", en *Finanzierung und Entwicklung*, vol. 25, Washington, marzo de 1988, pp. 6-9; World Bank, "Market Based Menu Approach", *Debt Management and Financial Advisory Service Department*, septiembre de 1988.

de una empresa. El descuento varía conforme al sector en que se desea invertir: si representa prioridad nacional, si tiene por finalidad la exportación, si se ubica en zonas geográficas preferenciales, etc.⁷ Un ejemplo de sustitución se muestra en la gráfica.



Los programas de sustitución son congruentes con las leyes sobre inversión extranjera y pueden utilizarse para adquirir participación en una empresa, ampliar una planta, mejorar el equipo, aumentar la liquidez, etc. Tienen la ventaja de que mejoran la balanza de pagos mediante el fomento de las exportaciones y la sustitución de importaciones. Además, reducen la deuda sin utilizar moneda extranjera y pueden fomentar las inversiones.

Los problemas que presenta, muy conocidos, se han discutido mucho. Las tendencias inflacionarias en los países deudores se agudizan, pues el pago de deuda en moneda nacional obliga a una expansión monetaria. Ello se traduce en deuda interna y, si los intereses internos son más altos que los externos, ésta crece. Otro problema es que no fomentan necesariamente la inversión, ya que normalmente se canalizan a sectores rentables. Por estos motivos algunos países han suspendido o limitado estos programas, como se verá más adelante. En México volvieron a aceptarse durante las últimas negociaciones en ciertas condiciones y después de aproximadamente tres años de interrupción.

La mayoría de los acuerdos de restructuración vigentes pretenden dar el mismo trato jurídico a todos los acreedores y a todos los deudores. Esto se logra mediante cinco cláusulas: *mandatory prepayment clause*, *sharing clause*, *negative pledge clause*, *pari passu clause* y *cross default clause*. El Plan Brady propone atemperar los dos siguientes:

i) la de prohibición de garantías para cualquier obligación (*negative pledge clause*), mediante la cual los países deudores se comprometen con los bancos acreedores a no ofrecer garantías espe-

ciales a algunos. Esta cláusula se complementa con otra por la que los países se obligan a no otorgar preferencias al cubrir sus deudas externas; es decir, a ofrecer la misma seguridad a todos los acreedores;⁸

ii) la de participación proporcional de pagos (*sharing clause*), que está muy ligada con la participación de los bancos en un consorcio bancario. Por medio de ella un banco se obliga con todos los demás del consorcio a remitir todos los pagos (intereses o amortizaciones) no proporcionales a los demás bancos del consorcio. La idea central es que cada banco debe recibir pagos sólo en la proporción en que participa en la deuda total de un país. Esta proporcionalidad se logra mediante dos mecanismos: el banco que recibe el pago no proporcional gira la parte que se excede de su participación al banco agente, que lo remite a los otros, o el banco beneficiario se compromete a adquirir participaciones de las obligaciones de los otros bancos del consorcio. De esta manera se protege a un banco aislado, pues no puede recibir pagos menores de los deudores.

El Plan Brady propone atenuar estos preceptos para fomentar la disminución de la deuda. Se pretende que los bancos tengan libertad para incorporarse a las operaciones de reducción de deuda. Se espera alentar la participación de los bancos al darles la posibilidad de obtener ventajas individuales.

La situación de los bancos comerciales

En la actualidad, la situación de los bancos comerciales es mucho más estable que en 1982. En ese año nueve grandes bancos tenían alrededor de 180% de su capital atado en préstamos a América Latina. En los siguientes seis lograron disminuir su grado de exposición y reconstruir su capital. Además, los países deudores han pagado la mayor parte de los intereses. Como resultado los grandes bancos tienen sólo 83.6% de su capital atado a América Latina (véase el cuadro 1). Algunos análisis actuales demuestran que ningún banco estadounidense está en peligro de insolvencia si puede recuperar 30% del valor nominal de sus créditos con los países menos desarrollados (PMD).⁹ Por otra parte, casi todos los bancos están cada día menos dispuestos a ofrecer nuevos créditos, por lo que sus préstamos han disminuido drásticamente.

Ante la incertidumbre del rumbo que tomaría la crisis de la deuda a partir de 1982 se creó un mercado secundario que no es oficial ni tampoco una bolsa, e incluso en varias ocasiones no es público. Su ubicación principal es Nueva York, aunque también se realizan algunas operaciones en Londres. El volumen de sus transacciones se aproximó a 6 000 millones de dólares en 1987.¹⁰ Esta cifra, en apariencia pequeña, es considerable en comparación con la de años anteriores. Se calcula que de 1 a 2 por ciento de la deuda mexicana se comercia anualmente en el mercado secundario. En dicho mercado hay un gran número de

8. Lee Buchheit y Ralph Reisner, "The Effects of the Sovereign Debt Restructuring Process on Inter-Creditors Relationships", en *University of Illinois Law Review*, 1988, pp. 493-517.

9. Jeffrey Sachs, "Making the Brady Plan Work", en *Foreign Affairs*, núm. 3, vol. 68, verano de 1989, pp. 87-104.

10. Richard Evans, "Anomalous But Profitable", en *Euromoney*, suplemento especial, enero de 1988, pp. 25-31.

7. Paul Lerbinger, "Finanzinnovationen und Schuldenkrise", en *Die Bank*, Colonia, noviembre de 1987, pp. 594-601.

CUADRO 1

Exposición de los bancos estadounidenses en los países deudores como porcentaje del capital bancario¹

	Porcentaje respecto al capital		Capital (miles de millones de dólares)
	Países menos desarrollados	América Latina	
Fines de 1982			
Todos los bancos estadounidenses	186.5	118.8	70.6
Nueve grandes bancos ²	287.7	176.5	29.0
Fines de 1986			
Todos los bancos estadounidenses	94.8	68.0	116.1
Nueve grandes bancos ²	153.9	110.2	46.7
Fines de 1988			
Todos los bancos estadounidenses	63.4	48.0	135.6
Nueve grandes bancos ²	108.0	83.6	55.8

1. La exposición se define como la cantidad total que se debe a los bancos estadounidenses después de los ajustes por las garantías y los préstamos externos. Se calculan las exposiciones totales para todos los países menos desarrollados (miembros de la OPEP y no petroleros de América Latina, Asia y África).

2. Los nueve grandes bancos son: Bank of America, Citibank, Chase Manhattan Bank, Manufacturers Hanover, Morgan Guaranty, Chemical Bank, Continental Illinois, Bankers Trust y el First National Bank of Chicago.

Fuente: Federal Financial Institutions Examination Council, *Country Exposure Lending Survey*, 25 de abril de 1983, 24 de abril de 1987 y 12 de abril de 1989.

participantes, cada uno con diferentes motivos: los consorcios multinacionales consideran la posibilidad de invertir en los PMD, algunos bancos desean simplemente salirse del círculo de la deuda; otros, desempeñar funciones de asesoramiento, y algunos más, concentrar sus deudas en determinados países. En el mercado secundario se intercambia, por ejemplo, deuda de Perú por deuda de las Filipinas. Este comercio permite a los bancos reestructurar sus carteras, por lo que constituye un instrumento de relevancia en la composición de su balance. Se puede afirmar que uno de los motivos más importantes es la práctica de los intercambios de deuda por inversión donde se involucren tanto bancos comerciales como inversionistas, consejeros, corredores, etcétera.

Hay varios tipos de transacciones en el mercado secundario. El intercambio de la deuda de algún país a un precio determinado se conoce como *loan sales* o *cash swap*; normalmente el traspaso de créditos para la conversión de deuda en inversión se realiza de esta forma. Cuando el intercambio no se relaciona con pagos en efectivo se conoce como *ratio swaps*. Se presenta, por ejemplo, cuando un banco "X", que tiene deuda polaca por 8 938 dólares, compra deuda mexicana por 10 millones de dólares (vendida a 47 centavos por dólar) a un banco "Y" (la diferencia se paga en efectivo). El vendedor está especialmente interesado en recibir dinero al contado y como es difícil encontrar precios idénticos en el mercado secundario es necesario compensar de alguna manera las diferencias. Este tipo de transacción se realiza también debido a que el banco "X" por alguna razón prefiere tener deuda mexicana que polaca. Cuando dos deudas tienen el mismo valor nominal pero diferente en el mercado secundario se les conoce como *par swaps*. Además de éstos, hay otros tipos de transacciones que no se abordarán en este trabajo.

En general las deudas de los PMD se comercian en el mercado secundario con un descuento sobre su valor nominal que varía de un país a otro y se establece según la imagen de solvencia de cada uno, por lo cual no se trata de precios fijos sino de tendencias. A partir de 1982 el mercado ha mostrado una tendencia decreciente del valor de la deuda, lo que revela el escepticismo respecto a la posibilidad de que se pague íntegramente su servicio (véase el cuadro 2).

CUADRO 2

Cotización de la deuda de algunos países menos desarrollados en los mercados secundarios (Porcentaje sobre el valor nominal)

País	Octubre 1988	Junio 1989	Enero 1990
Argentina	23	15	12
Brasil	46	35	30
Ecuador	20	14	15.5
México	47	41	39.5
Perú	6	5	5

Fuente: Para octubre de 1988: *International Financial Review*, edición 744, 1 de octubre de 1988, p. 31. Para junio de 1989: *Financial Times. Euromarket Letter London*, 19 de junio de 1989, pp. 12-13. Para enero de 1990: *International Financial Review*, edición 811, 27 de enero de 1990, pp. 30-31, y edición 808, 6 de enero de 1990, p. 42.

Cabe señalar que a raíz de la firma del acuerdo definitivo de reestructuración de la deuda mexicana se frenó la tendencia decreciente de los precios de ésta. A principios de enero de 1990 las cotizaciones oscilaban de 35 a 36 por ciento de su valor, y a finales del mismo mes alcanzaron 39.5 para los bonos par. Esto refleja cierta confianza en la negociación.

Los principales interesados en este mercado son los bancos pequeños estadounidenses y europeos. Ello obedece a que desean vender sus deudas para evitar tanto mayores riesgos como su participación en las reestructuraciones futuras. Las grandes instituciones estadounidenses de crédito no participan con tanto interés en este mercado, ya que las disposiciones legales señalan que si generan pérdidas al reconocer una parte de la deuda a un valor inferior al nominal, todos los créditos con características similares tendrían que reducirse en la misma proporción, lo que disminuye drásticamente su cartera y sus pérdidas se multiplican con el descuento. Por ejemplo, si un banco estadounidense tiene un crédito registrado en su balance a su valor nominal y desea intercambiarlo por otro préstamo, este último debe registrarse a valor comercial. De esta manera las pérdidas se hacen efectivas e inmediatas al cierre de operación. Por otra parte, en Estados Unidos los créditos de los bancos a los PMD se registran en los libros al valor nominal y hay pocas posibilidades de corregirlo. De esta manera, si aceptan una reducción de sus préstamos aparece una diferencia con el valor en libros. Por ejemplo, un banco tiene un crédito con México registrado a su valor nominal, el cual tiene un valor comercial de 40 centavos por dólar. El banco logra vender el crédito a 45 centavos, recibiendo una ganancia de 5 centavos sobre el valor comercial. Sin embargo, tendría que reportar una pérdida en libros de 55 centavos por dólar. Es posible que exista una ganancia comercial a pesar de la pérdida en el valor en libros. Este problema se puede resolver en

forma relativamente sencilla aplicando ciertas políticas regulatorias que permitan a los bancos registrar sus créditos en los libros a valor comercial, tal y como se realiza en países como la RFA. A raíz de la iniciativa de Brady ha surgido un nuevo interés por modificar las políticas regulatorias en este sentido.

Los bancos tienen algunas opciones para disminuir las pérdidas por créditos riesgosos. Fundamentalmente pueden tomar medidas de protección en sus balances y aumentar sus reservas. Las disposiciones legales al respecto difieren en cada país. En Estados Unidos las prácticas contables generalmente aceptadas se encuentran expuestas en: a) la Junta Federal de Normas Contables núm. 15 (Financial Accounting Standards Board Statements, FASB-15); b) la Junta Federal de Normas Contables No. 5 (Statement of Financial Accounting Standards núm. 5, According for Contingencies, FASB-5), donde se establecen las categorías aceptadas por las autoridades oficiales para que los bancos realicen correcciones del valor en sus libros o aumenten sus reservas.¹¹ Esto último puede hacerse cuando la pérdida es prácticamente segura y su cantidad puede estimarse.

En la FASB-15 se establecen los principios contables para reestructurar créditos riesgosos. En un estudio reciente publicado por *Salomon Brothers*¹², se analizan los posibles efectos del Plan Brady para la FASB-15 y se concluye que tanto la reducción de los intereses como el intercambio de deuda por garantías no ocasionan necesariamente pérdidas en el valor del mercado de los bancos. La razón de esto es que en los términos de la FASB-15, la deuda reestructurada con ciertas condiciones se puede mantener en los libros al valor nominal original, aunque ahora tenga una tasa de interés menor que la del mercado, ya que si la reducción es únicamente de intereses no constituye un problema. Según las reglas de la FASB-15 un acreedor está obligado a reconocer pérdidas sólo si la cantidad que recibirá como amortización de los créditos (incluido el pago de intereses y principal), una vez especificados los nuevos términos de la renegociación, es menor que lo que recibiría antes de la reestructuración. En este caso, la pérdida que se reconocería sería la diferencia entre el valor del crédito en el balance y el total de pagos que se recibirán. No se reconocen pérdidas si los pagos futuros son mayores que los préstamos iniciales.

razón por la que los bancos estadounidenses no deben registrar pérdidas al aceptar opciones de reducción de deuda, tal como lo señala Jeffrey Sachs en diversos artículos de los bancos estadounidenses ya en su exposición en los PMD. Generalmente la cantidad similar al descuento de la deuda en el mercado secundario. Es decir, los bancos no si sus créditos a México valieran 41 centavos por dólar aproximadamente.

argos de esta sección se han expuesto cuando la situación actual de los bancos comer-

bancos comerciales e incluye los préstamos otorgados después del inicio de la reestructuración de la deuda (*new-old money*) y los que forman parte de los convenios de reestructuración multilateral (MYRA).

Los acreedores tienen la posibilidad de elegir de una a varias de las opciones.¹³ La primera consiste en intercambiar deuda por bonos (*discount bonds*) con un descuento de 35% (65 centavos por dólar).¹⁴ La nueva deuda se contrata a 30 años y se rige por la tasa *Libor* más 13/16%. Los pagos del principal se garantizan con bonos cupón cero emitidos por el Tesoro de Estados Unidos,

13. Estados Unidos Mexicanos, Financing Package 1989-1992, 15 de septiembre de 1989, p. 11.

14. Es interesante señalar que aproximadamente un mes antes de establecerse el acuerdo, circuló entre la comunidad financiera un comunicado que contenía las principales opciones que debería incluir el nuevo paquete financiero de la deuda mexicana y, a diferencia del nuevo prospecto, una vez logrado el acuerdo comprendía más opciones aunque aceptaba sólo 30% de reducción. Aun así, si se considera que los precios de la deuda en el mercado secundario giran alrededor de 41 centavos por dólar, el descuento de 35% es todavía bajo.

1) Los bancos han disminuido su exposición en los países deudores como porcentaje de su capital.

2) Según las directrices de la FASB-15, la conversión de deuda no afectaría el valor en libros del capital de los bancos.

3) Existen nuevas disposiciones que permiten a los bancos estadounidenses realizar más correcciones del valor de sus préstamos con base en el valor comercial.

4) La valoración de los bancos en el mercado de valores se registra ya como si sus créditos a los PMD tuvieran un valor similar al de los precios de éstos en el mercado secundario.

El Plan Brady consideraba todos estos aspectos y la posibilidad de "presionar" a los bancos para que participaran en nuevas reestructuraciones de deuda sin que eso les acarrearía problemas de insolvencia. La dificultad es que, dependiendo de la situación particular de cada banco, les conviene participar en diferentes opciones. Por ejemplo, los grandes bancos prefieren participar en operaciones de conversión de deuda por acciones que aceptar opciones de reducción, que si bien no les significaría caer en la insolvencia, tendrían que reconocer que sus créditos tienen menor valor y por tanto renunciar a ciertas ganancias. En este punto el Plan Brady encuentra sus propios límites.

La renegociación de la deuda mexicana

Después de varios meses de conversaciones, finalmente se logró un acuerdo entre las autoridades mexicanas y el Comité Asesor de Bancos, formado por 15 instituciones que representan, a su vez, a más de 500 bancos de todo el mundo. En este acuerdo se establecen tres opciones de las cuales los bancos pueden elegir una o varias. Siguiendo la iniciativa de Brady, dos de las opciones implican una reducción acompañada de garantías y la última consiste en el otorgamiento de nuevos créditos.

En septiembre de 1989 se concretó el acuerdo con la banca comercial mediante el paquete financiero 1989-1992 que incluye aproximadamente 48 000 millones de dólares de deuda pública mexicana. Ésta es deuda no negociable contratada con los

Existe, además, otra opción de deuda, tal como los bancos estadounidenses no deben registrar pérdidas al aceptar opciones de reducción de deuda, tal como lo señala Jeffrey Sachs en diversos artículos de los bancos estadounidenses ya en su exposición en los PMD. Generalmente la cantidad similar al descuento de la deuda en el mercado secundario. Es decir, los bancos no si sus créditos a México valieran 41 centavos por dólar aproximadamente.

Recapitulando, a lo largo de esta sección se han expuesto cuando la situación actual de los bancos comer-

11. Allan Mendelowitz, "Legislative and Administrative Obstacles to the Reduction of Less Developed Country Debt", declaración ante el Subcomité de Asesoría de Finanzas Internacionales, Senado de Estados Unidos, Washington, 20 de abril de 1987.

12. John D. Leonard, "The Brady Plan The Possible Implications of FASB-15", en *Salomon Brothers Inc.*, 21 de abril de 1989.

o con otros instrumentos, financiándose con préstamos de dinero fresco. Es decir, esta opción funciona de manera similar al Plan México-Morgan de intercambio de deudas por bonos de 1988 (véase la primera sección de este trabajo).

La segunda opción consiste en intercambiar deuda por bonos, con el mismo valor de la deuda no negociable (bonos par), pero con una tasa fija de interés de 6.25% (en el caso de los bonos emitidos en dólares de Estados Unidos), en lugar de la tasa *Libor* que oscila alrededor de 10.5%. Estos bonos se pagarán en una sola amortización en 2019.

México necesitó 7 000 millones para comprar los bonos cupón cero del Tesoro de Estados Unidos que garantizan estas dos opciones de reducción, para lo que utilizó recursos provenientes del FMI, del BM, del Eximbank de Japón así como propios. Estas dos opciones se acompañan de una cláusula que establece la posibilidad de incrementar los pagos a partir de 1996 si los precios del petróleo aumentan a más de 14 dólares por barril y su venta alcanza 1.25 millones de barriles diarios. En ningún caso los pagos adicionales podrán ser superiores a 30% del ingreso adicional que reciba México, ni podrán exceder 3% anual del equivalente en dólares de la deuda negociable intercambiada por bonos.¹⁵ En caso de que los precios del petróleo se incrementaran antes de 1996, México se compromete a aumentar sus pagos. Esta cláusula muestra la necesidad de otorgar incentivos para estimular la participación de los bancos y refleja, al mismo tiempo, la "disposición" de éstos de solucionar el problema de la deuda.

Por último, la tercera opción consta de cuatro posibilidades para otorgar dinero nuevo y establece que los bancos que la eligieron deberán aportar dinero fresco al país, por un período de cuatro años, equivalente a 25% de los préstamos que ya habían otorgado a mediano y largo plazos y que no se cambian por bonos de reducción de principal o de intereses. Estos préstamos son pagaderos en 15 años con 7 de gracia y causarán la tasa *Libor* más 13/16%. El 25% adicional se distribuye en 7% en 1989 y 6% en los otros tres años. Las opciones de dinero fresco incluyen tanto facilidades de préstamo como de comercio.¹⁶

Los bancos que ofrecen nuevos créditos no están obligados a reducir el valor original de sus préstamos. Además de las tres opciones el acuerdo incluye algunos puntos cuyo objetivo es fomentar ciertas transacciones en el mercado secundario, así como ofrecer facilidades para la inversión.

Después de dos años en los que México rechazó las prácticas de conversión de deuda por acciones, ahora las reintegra en la nueva renegociación sólo en 50% de las compañías en proceso de privatización o para proyectos de infraestructura, acordes con la nueva reglamentación para las inversiones extranjeras. Estas "limitaciones" se establecen para captar inversión en aquellas em-

presas que a raíz de la crisis han dejado de ser productivas y evitar en la mayor medida posible los efectos inflacionarios de este tipo de operaciones.

Respuesta de los bancos

La primera respuesta de los bancos privados internacionales al paquete financiero 1989-1992 fue positiva. Por otra parte, la repatriación de capitales por 3 000 millones de dólares aproximadamente¹⁷ en los meses siguientes fue un claro reflejo de la confianza en la nueva negociación. Según las estimaciones del Gobierno de México respecto a la participación de los bancos acreedores en las diferentes opciones, aproximadamente 80% de la deuda no negociable podría reestructurarse según las dos opciones de reducción (*discount* y *par bonds*) y 20% en las opciones de dinero nuevo. A principios de noviembre de 1989 se contaba con las respuestas de 60% de los bancos, y no fue sino hasta principios de enero de 1990 cuando los últimos 400 bancos acreedores hicieron pública su respuesta.*

Del total de 48 000 millones de dólares de deuda negociada, 46% es para los bonos par; 41% para bonos de descuento y 13% para la opción de dinero nuevo.¹⁸ A pesar de que el resultado no cumplió con todas las expectativas de México, sí se obtuvo un descuento considerable. Puesto que 41% de la deuda puede negociarse con 35% de descuento, México necesita menos recursos para las garantías. Por otra parte, no tendrá que realizar pagos del principal sobre 87% de sus créditos de mediano y corto plazos, ya que éstos se cubrirían con los bonos al año 2019. Esto puede disminuir la transferencia neta de recursos y reiniciar el crecimiento económico.

No se trata de calificar el acuerdo con tonos triunfalistas o fatalistas, sino únicamente señalar que se inicia una nueva etapa en las negociaciones de la deuda de los países en desarrollo. ¿En qué medida es posible realizar reestructuraciones similares en otros casos? Depende de la disposición de los bancos, la cual se basa en la imagen que tienen de la congruencia de las políticas económicas de los diferentes países. Para las próximas negociaciones, la nueva tendencia refleja el interés de los bancos en participar en opciones de reducción antes que proporcionar dinero nuevo. Los bancos parecen olvidar que el pago de la deuda no depende sólo de factores económicos sino también de la estabilidad política.

Para alcanzar la meta del desarrollo económico se requiere mayor flexibilidad no sólo por parte de los gobiernos acreedores y organizaciones internacionales sino también de la banca comercial. El Gobierno de México debe redoblar sus esfuerzos para apoyar la inversión productiva y continuar las negociaciones en busca de mejores condiciones. Recordemos que en este mundo sólo se logra lo posible si se intenta una y otra vez lo imposible. □

15. Véase "Paquete financiero 1989-1992", Parte I, pp. 12-13.

16. La facilidad de préstamo consiste en que los acreedores permiten que se les abra en México una cuenta de depósito con el dinero, en pesos, que reciben como pago de deuda y que pueda ser utilizado para ofrecer, a su vez, otro préstamo a quien los acreedores consideren conveniente. Los créditos para facilidades comerciales sólo pueden utilizarse en el área comercial y permite a los bancos afianzar sus relaciones tanto con el sector privado del país deudor como con sus propios clientes (exportadores de su país), ya que los medios adicionales son puestos a disposición de las importaciones.

17. Robert Graham, "Dealing with the Pack", en *Financial Times*, 10 de diciembre de 1989.

* En este número se reproducen los documentos que describen el proceso de renegociación de la deuda externa de México hasta el 30 de marzo del año en curso. [N. de la R.]

18. Estas cifras se apoyan en el comunicado que envió el secretario de Hacienda y Crédito Público, Pedro Aspe, a la comunidad bancaria internacional el 19 de enero de 1990.