Comercio Exterior, vol. 39, núm. 12
México, diciembre de 1989, pp. 1023-1032

El nuevo manejo internacional de la deuda de América Latina

*Robert Devlin**

Introducción

El secretario del Tesoro de Estados Unidos, Nicholas Brady, dio a conocer el 10 de marzo de 1989 una nueva iniciativa para abordar el problema de la deuda de América Latina.[1] La propuesta respondió sin duda al surgimiento repentino, dentro y fuera de ese país, de un amplio consenso en torno del Plan Baker: si bien éste había logrado que la cartera de préstamos de los bancos se "orientara al crecimiento" y que el riesgo de una moratoria latinoamericana se redujera notablemente,[2] había fracasado en sus objetivos de restaurar el crecimiento y el desarrollo de las naciones deudoras. En efecto, los 180 000 millones de dólares que América Latina ha transferido a los países acreedores desde 1982 contribuyeron a que la región no pueda ni siquiera reponer su producto material: el PIB per cápita de 1988 fue 7% menor que el de 1980. Si acaso persistían en Washington algunas dudas sobre la gravedad de la crisis latinoamericana, tales ideas se disiparon pocos días antes del discurso de Brady: en el curso de violentas manifestaciones contra las medidas de austeridad aplicadas en Venezuela a instancias del FMI murieron más de 300 personas en ese país.

Elemento central de esa iniciativa, que pronto se conoció como "el Plan Brady", es la propuesta de impulsar reformas políticas y el crecimiento económico en los países en desarrollo muy endeudados con la banca privada. Para tal efecto se hizo una oferta insólita: el compromiso oficial de apoyar la reducción de la deuda. En el Plan Brady se prevé un camino casuista mediante acuerdos voluntarios negociados entre el país deudor y sus bancos acreedores. Se propone cimentar este proceso en cuatro innovaciones clave:

Primera, que los bancos privados concedan por tres años una exención de las cláusulas de garantías negativas y de prorrateo, cuya presencia domina los contratos de la banca internacional con los países en desarrollo. Estas cláusulas, en esencia, obligan al deudor a dar un trato igual a sus acreedores en lo que se refiere a los activos constituidos como garantía y al pago de la deuda, respectivamente. Éstas y otras cláusulas han tendido a frenar la reducción de la deuda. Ello obedece a la necesidad de que una mayoría de bancos eximiera del cumplimiento de aquéllas antes de iniciar la recompra y el aseguramiento de la deuda.[3] Se espera que una exención generalizada no sólo acelere el proceso de reducción, sino que también amplíe los plazos de los deudores, ya que en principio habría un entorno más competitivo por la capacidad de los países para negociar de manera bilateral con sus diversos acreedores.

Segunda, en el Plan Brady se exhorta a los gobiernos acreedores a encontrar opciones para disminuir las restricciones reglamentarias, contables y fiscales a la participación de los bancos en los programas de reducción de la deuda.

Tercera, el Plan permitiría, por primera vez en el manejo de estos problemas, comprometer recursos públicos de manera explícita para apoyar el proceso de reducción. Más específicamente: el FMI y el Banco Mundial se verían estimulados a garantizar con esa parte de sus préstamos que atiende criterios de política el principal y los intereses en las operaciones de cambio de deuda por bonos que representen descuentos significativos para las naciones deudoras, o para renovar las reservas después de un rescate de obligaciones externas. Estos recursos provendrían del reciente incremento de 75 000 millones de dólares del capital del Banco Mundial. Mientras tanto, el FMI usaría sus recursos actuales, aunque en el Plan se promete estudiar un incremento de las cuotas de esta institución. También se pedirá a los países superavitarios que contribuyan a financiar el Plan.

La cuarta innovación importante entraña desvincular de hecho los desembolsos de los programas del FMI y el manejo de los balances de los bancos privados. En efecto, el Fondo y un país en desarrollo podrían avanzar por el camino del ajuste aunque los bancos privados no se hubiesen comprometido a contribuir mediante paquetes de reprogramación, reducción de deuda y dinero nuevo. Esto revertiría esa política tan ineficaz, vigente desde 1982, en que los programas del FMI suelen ser de contingencia en los países que logran un convenio previo con sus bancos para cerrar la brecha financiera combinando una restructuración de la deuda comercial con dinero nuevo. De hecho, esa forma tradicional debilitó considerablemente la capacidad negociado-

1. "Remarks by the Secretary of the Treasury Nicholas F. Brady to the Brookings Institution and the Bretton Woods Committee Conference on Third World Debt", en *Treasury News*, Washington, Departamento del Tesoro de Estados Unidos, 10 de marzo de 1989.

2. En los bancos estadounidenses, la relación entre los préstamos a los países latinoamericanos y el capital primario mejoró de un precario 124% en junio de 1982 a una cifra más segura de 58% en marzo de 1988. Véase Robert Devlin, "Disyuntivas frente a la deuda externa", en *Revista de la CEPAL*, núm. 37, abril de 1989, pp. 30-33.

3. Una exención de la garantía negativa requiere por lo general del consentimiento de entre 50 y 66 por ciento de los bancos acreedores de un país, en tanto que eximir de los prorrateos suele exigir entre 95 y 100 por ciento. Véase Michel Bouchet y Jonathan Hay, *The Rise of the Market-Based Menu Approach and Its Limitations*, Washington, Banco Mundial, 1989.

* El autor, de la División de Desarrollo Económico de la CEPAL, presentó este ensayo en el seminario El Legado Intelectual de Raúl Prebisch y los Problemas de Desarrollo de América Latina, celebrado en Santa Fe, Argentina, del 14 al 16 de junio de 1989. La Fundación Raúl Prebisch, el Instituto Latinoamericano de la Academia de Ciencias de la URSS y la Universidad Nacional del Litoral, de Argentina, auspiciaron la reunión. El autor agradece a Arturo O'Connell, Ricardo Ffrench-Davis, Joseph Ramos y Walter Cabrera sus comentarios a la versión inicial de este trabajo. Las opiniones aquí vertidas son exclusivas del autor y no necesariamente coinciden con las de la CEPAL. (Traducción del inglés de Pilar Martínez Negrete Deffis.)

ra de los deudores con los bancos, pues al no llegar a un acuerdo se paralizaba todo un programa macroeconómico.[4]

Las propuestas del Secretario estadounidense del Tesoro ciertamente representan un avance significativo en la concepción de cómo manejar los problemas de los países muy endeudados. Quizá se aprecien mejor los aspectos positivos del Plan Brady si primero se examinan el alcance y las limitaciones de su predecesor, el Plan Baker, y más específicamente su segunda etapa: el tratamiento por temas (*market menu approach*). En el segundo apartado de este trabajo se describen las experiencias del menú y en el tercero se evalúan. El Plan Brady y sus perspectivas se abordan en la cuarta sección y para terminar se ofrecen las conclusiones.

El tratamiento por temas

En respuesta a las deficiencias de la fórmula original del Plan Baker para restaurar el crecimiento en los países en desarrollo muy endeudados, en 1987 surgió el tratamiento por temas. La estrategia consistía en intensificar las reformas económicas en las naciones deudoras y al mismo tiempo redoblar los esfuerzos para concretar préstamos con los bancos privados y las fuentes crediticias oficiales.[5] Cuando fue evidente que la banca privada no deseaba apoyar los compromisos de financiamiento del Plan Baker, se dio un vuelco hacia el llamado tratamiento por temas como una forma de superar las crecientes restricciones crediticias de los países en desarrollo.[6]

El "menú" consistía en esencia en complementar con otras opciones de financiamiento los nuevos paquetes bancarios concertados. Por un lado, proponía el uso de otros instrumentos de dinero nuevo, como préstamos comerciales y para proyectos, colocación internacional de bonos y capitalización limitada de los pagos de intereses. Por otro, y por primera vez en el manejo del problema, planteó la posibilidad de financiar a los países deudores mediante técnicas de reducción, como recomprar deuda o cambiarla por bonos o acciones. Según el punto de vista oficial, los componentes del menú surgirían voluntariamente del mercado merced a negociaciones casuistas entre deudores y acreedores. Más aún, los gobiernos acreedores reiteraron que su respaldo de ningún modo entrañaría costos para sus contribuyentes, es decir, se excluyeron de manera explícita las garantías públicas y otros apoyos similares para ampliar los paquetes financieros.

Aunque apareció en 1987, el tratamiento por temas no se concretó sino hasta el año siguiente, cuando deudores y acreedores negociaron un conjunto de opciones del menú basadas en normas de mercado. Más aún, en los programas de financiamiento se preferían las técnicas de reducción de la deuda, debido en parte a que los bancos prácticamente no otorgaban préstamos netos. De hecho, según estimaciones del Banco Mundial, el financiamiento bancario neto concedido a los países muy endeudados, fue de sólo 500 millones de dólares en 1988, hecho el ajuste por el movimiento neto de los atrasos, frente a 7 000 millones en 1987, cifra de por sí baja.[7]

Lo ocurrido en América Latina, donde se encuentra la mayoría de las naciones más endeudadas, fue indicativo de la situación general en 1988. Las operaciones con dinero nuevo eran algo excepcional. Brasil consiguió en junio, como parte del paquete que reprogramó 62 000 millones de su deuda vigente, un préstamo de 5 200 millones de dólares a 12 años y con interés de 0.81% sobre la *Libor*. También Venezuela obtuvo algo de dinero nuevo, aunque utilizó una opción poco convencional del menú: la colocación de bonos. En 1988 hizo cuatro emisiones por un valor aproximado de 350 millones de dólares, casi todas con un vencimiento de cinco años y tasas de interés que oscilaban de 11.13% fijo a 1.13-1.88 por ciento sobre la *Libor*.[8] Por último, a principios de 1989, Colombia —el único país muy endeudado que evitó la restructuración— logró un préstamo de 1 500 millones de dólares de sus bancos acreedores, a 12 años y medio de plazo y un diferencial de 0.88% sobre la *Libor*, así como la colocación de 200 millones de dólares en bonos con vencimiento a 8 años y un diferencial de 1.5% sobre la *Libor*.

Además de que poquísimos países muy endeudados obtuvieron nuevos créditos bancarios, el volumen de éstos fue también desalentador. En la "operación brasileña" casi dos tercios se reservaron para liquidar los atrasos de intereses acumulados un año antes, en tanto que las emisiones de Venezuela fueron de poca monta y tremendamente caras. Es más, se dice que gran parte del dinero lo suscribieron residentes venezolanos, con lo que los bonos fueron más bien un vehículo para repatriar capitales que una colocación propiamente dicha. Por último, el paquete de financiamiento de dos años obtenido por Colombia, además de

4. Un análisis de la relación tradicional entre los bancos y el FMI durante el manejo de la crisis se ofrece en CEPAL, "Políticas de ajuste y renegociación de la deuda externa en América Latina", en *Cuadernos de la CEPAL*, núm. 48, Santiago de Chile, 1984, pp. 70-71 y 78-79. También se publicó en inglés: CEPAL, *External Debt in Latin America*, Lynne Rienner Publishers Inc., Boulder, Colorado, 1985, pp. 76-78 y 85-86.

5. El Plan Baker se dio a conocer en septiembre de 1985 con la promesa de destinar 29 000 millones de dólares durante tres años a 15 naciones en desarrollo fuertemente endeudadas (Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia, Costa de Marfil, Chile, Ecuador, Filipinas, Marruecos, México, Nigeria, Perú, Uruguay, Venezuela y Yugoslavia). Más tarde se agregaron Costa Rica y Jamaica. De los bancos privados procederían 20 000 millones de dólares y de prestamistas oficiales 9 000 millones. Sin embargo, el financiamiento bancario programado —que representó un modesto aumento anual de 2.5% del riesgo— resultó difícil de concretar. Ello ocurrió, en parte, porque hacia 1986 los bancos privados habían reducido considerablemente su vulnerabilidad frente a una moratoria y, por ende, habían perdido incentivos para prestar de modo concertado a los deudores en dificultades. De hecho, según información del Banco Mundial los préstamos bancarios netos totalizaron sólo 6 000 millones de dólares en 1986-1988, frente a los 15 000 millones correspondientes a prestamistas oficiales. Véase Banco Mundial, *Quarterly Review*, Washington, marzo de 1989, p. 3.

6. Un análisis más completo de la evolución de la estrategia oficial para manejar la deuda y del surgimiento del menú se puede estudiar en CEPAL, "La evolución del problema de la deuda externa en América Latina y el Caribe", *Estudios e Informes de la CEPAL*, núm. 72, Santiago de Chile, 1988, y en Robert Devlin *Debt and Crisis in Latin America: The Supply Side of the Stor*. Princeton University Press, Princeton de próxima aparición (en especial los capítulos 5 y 6).

7. Banco Mundial, *Quarterly Review*, *op. cit.*, p. 3.

8. Venezuela emprendió cuatro operaciones en 1988: *i)* en febrero, un pagaré por 100 millones de dólares con vencimiento a cinco años y una tasa fija de 11 1/8%; *ii)* en agosto, otros 100 millones con el mismo vencimiento y un diferencial sobre la *Libor* de 1 7/8%; *iii)* en noviembre, 100 millones de marcos también a cinco años, con una tasa fija de interés de 8 1/4%, y *iv)* en diciembre, 500 millones de dólares, de los cuales sólo 100 se obtuvieron en efectivo y el resto en deuda restructurada del sector privado. Las condiciones de esta última operación fueron: vencimientos a 6, 10 y 15 años y una tasa de interés de 1 1/8% sobre la *Libor*.

muy difícil de organizar, no bastó para cubrir el costo de la inminente amortización. Eso significa que los bancos acreedores de hecho reducirán su riesgo en un país que desde prácticamente todo punto de vista es por demás solvente.

La reducción de la deuda incluida en el menú también se aplicó en México, donde en 1988 se inició una operación interesante: el Gobierno propuso canjear hasta 20 000 millones de dólares de la deuda pública restructurada por 10 000 millones de bonos con un solo vencimiento a 20 años y una tasa de interés anual de 1.63% sobre la *Libor* (frente a 0.81% sobre la *Libor* para la deuda restructurada). A fin de aumentar el valor de los nuevos bonos, el Gobierno de México manifestó su disposición de garantizar el principal usando las reservas nacionales de divisas para hacer una compra paralela de bonos cupón-cero (emitidos especialmente por el Tesoro estadounidense) con valor nominal y vencimiento idénticos a los del instrumento mexicano.[9]

En esa época algunos círculos recibieron con entusiasmo el modelo propuesto como la solución del problema de los países más endeudados,[10] pero su puesta en práctica se enfrentó con numerosas dificultades imprevistas. Lograr la aquiescencia de los bancos para iniciar las operaciones de conversión no fue tan difícil como se podría haber esperado, pues las prolongadas negociaciones en torno de un acuerdo de reprogramación previo —en marzo de 1987— habían exentado a la deuda pública de la cláusula de prorrateo, que requirió la aprobación de 100% de los bancos. Quedaba un obstáculo: la cláusula de las garantías negativas, que impedía garantizar los nuevos bonos. Para suprimirla se requería la aprobación de sólo 51% de los bancos, por lo que dicha exención se logró al cabo de dos meses.

Los problemas principales se presentaron en otros frentes. Primero, la garantía de México sólo cubría el principal, que representaba apenas 18% del valor presente descontado de los bonos mexicanos a 20 años. En otras palabras, los bancos consideraron que 80% de la corriente de ingresos proveniente de los bonos era un riesgo no garantizado. Las autoridades mexicanas intentaron superar este problema señalando que el nuevo bono tendría carácter preferente con respecto a los préstamos anteriores, pero a casi todos los bancos les pareció poco convincente esa prioridad "a la orden". Segundo, la oferta también perdió parte de su atractivo por una decisión de la Securities and Exchange Commission de Estados Unidos: los bancos de ese país tendrían que rebajar el valor de todos los préstamos ofrecidos para el intercambio, aunque a la larga no fueran aceptados por el Gobierno mexicano. Tercero, el anuncio de un ofrecimiento de intercambiar hasta 20 000 millones de dólares de deuda por 10 000 millones de dólares en bonos significaba un descuento de 50% en los préstamos bancarios vigentes. Sin embargo, las reservas para pérdidas de muchas instituciones de Estados Unidos apenas bastaban para cubrir descuentos de 25-30 por ciento,[11] en tanto que formalmente los bancos japoneses estaban incluso menos cubiertos para esa clase de contingencias.[12] Cuarto, los códigos fiscales respectivos hacían que muchos bancos europeos casi no tuvieran ventajas al reconocer una disminución de sus activos en un intercambio. Quinto, la colocación presentaba algunos problemas inevitables planteados por quienes decidieran actuar por su cuenta: ciertos bancos podrían abstenerse de participar, en previsión de que el valor de sus préstamos se elevara a medida que la cantidad absoluta de la deuda mexicana cayese. Por último, la oferta de intercambio significaba un giro muy novedoso en la estrategia oficial del manejo de la deuda; pero bien se sabe que el mercado reacciona con cautela ante nuevos instrumentos, por lo que es de esperar que esa clase de conversiones tengan un arranque lento, aun en condiciones óptimas.[13]

La respuesta del mercado a la oferta mexicana ni siquiera se acercó a las expectativas iniciales. En la subasta se recibieron 320 ofertas de aproximadamente 25% de los casi 500 bancos acreedores del país, por un valor total de 6 700 millones de dólares. El Gobierno aceptó 95 de esas ofertas, valuadas en 3 700 millones de dólares que cambió por 2 600 millones de dólares en bonos mexicanos. Así, el descuento promedio de la operación fue de 30% y la deuda bancaria se redujo en cerca de 1 100 millones de dólares. El Gobierno desembolsó unos 490 000 millones de dólares de sus reservas como garantía de los nuevos bonos. Además, para evitar discriminaciones, tuvo que girar otros 100 millones de dólares en garantía de los bonos que ya se encontraban en circulación.

Los resultados de la oferta de intercambio decepcionaron por completo a acreedores y deudores. No obstante, una reducción de 10 000 millones de dólares en la deuda, considerando la hipótesis más optimista, no habría aliviado de manera significativa la devastada balanza de pagos de México, pues el principal no se estaba pagando y, según todos los indicios, tampoco se pagaría en el futuro previsible. (De ahí el descuento de 50% que se ofrecía en los mercados secundarios a principios de 1988.) En esas condiciones, y con una *Libor* de más de 0.81% sobre la deuda restructurada, cada dólar de la reducción significó por entonces un alivio en el flujo de efectivo de sólo 8.8 centavos en la forma de pagos menores de interés.[14] Sin embargo, este ahorro se neutralizó parcialmente porque México intentó aumentar el valor de los nuevos bonos con un diferencial mayor sobre la *Libor* que el correspondiente a la deuda vieja, y también porque para comprar la garantía tuvo que comprometer durante 20 años parte de las reservas líquidas de primera línea que le estaban generando intereses, renunciando con ello al flujo de efectivo correspondiente. Así, una reducción de 10 000 millones de dólares hubiera producido sólo un poco más de 650 000 dólares anuales en ahorros netos de intereses, frente a una factura anual por ese concepto de casi 9 000 millones de dólares. Más aún, con los desembolsos realizados para la garantía, el saldo en efectivo neto de esa operación hipotética habría sido negativo para México durante los primeros tres años. La actual conversión voluntaria, que se realiza en volúmenes reducidos y con un descuento relativamente bajo, se traducirá en magros ahorros netos anuales de intereses, y el saldo en efectivo neto de la transacción será negativo para el país durante casi todos los 20 años de vida del cuerdo.[15]

9. En Ruben Lamdany, *Voluntary Debt Reduction Operations: Bolivia, Mexico and Beyond*. . . , Banco Mundial, Washington, junio de 1988, se ofrece información más detallada de la propuesta mexicana.

10. "Mexico's New Bond Scheme Points to Long Term Solution to Region's Debt Crisis", en *Business Latin America*, 11 de enero de 1988, p. 9.

11. Véase CEPAL, *Estudio económico de los Estados Unidos 1987*, Santiago de Chile, 28 de febrero de 1989, LC/G. 1477, cuadro 32.

12. Véase Michel Bouchet y Jonathan Hay, *op. cit.*, p. 19.

13. Véase Kenneth Telljohann, "Analytical Framework", en *Prospects for Securitization of Less Developed Country Loans*, Salomon Brothers, Nueva York, junio de 1987, p. 11.

14. La *Libor* era por entonces de alrededor de 8 por ciento.

15. Como la *Libor* era de 8% en esos días, la hipotética reducción de 10 000 millones de dólares de deuda restructurada habría disminuido los

En marzo de 1988 Bolivia emprendió también una operación importante para reducir su deuda. A mediados de 1984 había suspendido el pago del servicio de manera unilateral a causa de sus problemas económicos y políticos. Luego de reprogramar su deuda con el Club de París en julio de 1986 comenzó a negociar activamente una recompra de su deuda bancaria, con valor de unos 670 millones de dólares (excluidos los intereses moratorios), equivalente a 15% de su deuda pública externa total. La deuda bancaria había circulado en los mercados secundarios en alrededor de 6 centavos por dólar, pero al saberse de la posible recompra pronto se elevaron los precios a 11-12 centavos.

Un año después de las conversaciones iniciales, en julio de 1987, Bolivia logró exenciones de las citadas cláusulas restrictivas que figuraban en un acuerdo de restructuración efectuado en 1981. Entre las condiciones se establecía que los recursos para la recompra provendrían de terceros donadores, que las contribuciones se colocarían en un fondo fiduciario del FMI y que se ofrecería un precio idéntico a los bancos acreedores de todos los países. Los bancos ganaron la opción de aceptar, en lugar de efectivo, los bonos garantizados cupón-cero a 25 años, denominados en pesos bolivianos, los cuales se indizaron con el dólar estadounidense y se podían convertir en activos nacionales con una prima de 50% sobre su valor nominal.[16]

La recompra se anunció formalmente en enero de 1988 al precio de 11 centavos por dólar. Bolivia informó en marzo que 53 de sus 131 acreedores bancarios le habían hecho ofertas; casi 270 millones de dólares de deuda se intercambiaron por efectivo y 64 millones por pagarés. La deuda vigente se redujo casi a la mitad.

La recompra ilustra con claridad cómo la ayuda del sector público internacional puede acelerar una reducción de la deuda bancaria vigente. De hecho, la operación no hubiera sido factible sin los recursos proporcionados por los donadores gubernamentales y sin los buenos oficios del FMI. No obstante, la operación estuvo lejos de ser un éxito completo y reveló las deficiencias del tratamiento temático tal como entonces se concebía.

Es sorprendente esa manera de enfrentar una incuestionable situación de insolvencia en Bolivia: con un precio de oferta que casi duplicaba el del mercado secundario antes de anunciarse la recompra y la disponibilidad de terceros para financiar una adquisición en gran escala, sólo 40% de los bancos acreedores del país "se ofrecieron como voluntarios" para participar en la operación. Las causas de una respuesta tan floja son múltiples. Algunos bancos prefirieron actuar por su cuenta, considerando que con una deuda reducida Bolivia podría estar dispuesta a liquidar el resto de sus obligaciones vigentes en condiciones más favorables para ellos. Otros bancos totalmente protegidos contra el riesgo de la cartera boliviana consideraron que el reconocimiento formal de una pérdida se traduciría en impuestos inmediatos de poca monta o en ganancias contables. En efecto, sin hacer nada, un banco podría lograr ganancias inesperadas a raíz de un aumento pronunciado en la relación de precios de intercambio de Bolivia. Otros bancos, poco cubiertos contra el riesgo de los países menos desarrollados, prefirieron evitar las pérdidas que significaba participar en una recompra y por tanto conservan el valor en libros de sus préstamos. Finalmente, algunas instituciones optaron por no sentar el precedente de condonar la deuda.

Otro problema fue el incremento del precio en el mercado secundario mismo: a 6 centavos por dólar, la deuda de 670 millones del país valía 40 millones de dólares. Sin embargo, anticipándose a la recompra, el precio subió a cerca de 11 centavos, lo que significó que el resto no adquirido de la deuda (336 millones de dólares) ganó un valor de mercado de 37 millones. Así, con algo menos de 37 millones de dólares en efectivo y pagarés, Bolivia compró una reducción de sólo 3 millones de dólares del valor de mercado de sus obligaciones vigentes. En otras palabras, pagó 11 centavos por dólar por una deuda con un valor marginal de menos de un centavo.[17]

Rescatar una deuda con un bajo valor marginal no es de modo inequívoco la mejor manera de usar los recursos de un país con restricciones de divisas. Ciertamente los recursos se podrían asignar de manera más productiva para reformas, importaciones, inversiones y crecimiento económico. Es más, asignar recursos a una recompra parcial, incluso tan grande como la boliviana, no necesariamente aminora de manera significativa los temores de los inversionistas privados. Y como después de esa reducción el país no pudo servir su deuda bancaria restante, ni las obligaciones vigentes negociadas en el mercado secundario con un fuerte descuento de 89%, los inversionistas seguramente habrían actuado conforme a los indicios de una gran disputa por las divisas disponibles. Sin embargo,lo que hizo atractiva la operación boliviana tal vez haya sido que los recursos donados se reservaron exclusivamente para ese fin, y que al país le habían ofrecido numerosos préstamos y garantías externos que sólo podía absorber de manera gradual.

Quizá la expresión más consumada del tratamiento temático surgió en junio de 1988, cuando Brasil anunció un nuevo paquete financiero con sus bancos acreedores que lo sacaría de la moratoria declarada en febrero de 1987. Como se dijo, el acuerdo incluía la tradicional reprogramación del principal en condiciones comerciales y el compromiso de otorgarle dinero nuevo. Sin

pagos anuales de interés alrededor de 880 millones de dólares. Por otra parte, el nuevo bono mexicano de 10 000 millones de dólares habría tenido una tasa de interés 0.82% mayor que la correspondiente a la deuda restructurada, generando así costos adicionales de interés por 82 millones de dólares anuales. Las reservas de divisas líquidas de 2 000 millones de dólares se habrían tenido que usar para la compra del colateral que no produciría rendimientos durante 20 años. De ahí que si esas reservas depositadas hubieran estado ganando un muy conservador 7% anual, se habría tenido que renunciar a los 140 millones de dólares anuales por ingresos de interés líquidos. Así, los ahorros netos de intereses obtenidos del intercambio hubieran sido de 658 000 dólares anuales. Sin embargo, como se habrían desembolsado 2 000 millones de dólares para el colateral, el flujo neto acumulado de efectivo habría sido negativo para México durante los primeros tres años (2000/658). Los ahorros por concepto de intereses y los beneficios del flujo de efectivo, claro está, disminuyen a medida que la tasa del intercambio se deteriora en el país deudor. Aplicando las mismas hipótesis a las tasas de interés, el intercambio de México a un 30% de descuento generó por entonces ahorros netos de interés de alrededor de 35 millones de dólares al año y un saldo general negativo en el flujo de efectivo que no se rectificaría durante 17 años (600/35).

16. Una reseña detallada de la operación boliviana se ofrece en Ruben Lamdany, *Voluntary Debt Reduction. . ., op. cit.*

17. Esto es, una reducción de un dólar del valor nominal de la deuda bajaría el valor de mercado sólo unos 0.009 centavos. Este problema ha llevado a ciertos analistas a considerar que las recompras y conversiones son "una pérdida de tiempo". Véase Jeremy Bulow y Kenneth Rogoff, "The Buyback Boondoggle", en *Brookings Papers on Economic Activity*, núm. 2, 1988, pp. 675-704.

embargo, lo notable del convenio fue el impresionante conjunto de opciones incorporadas al financiamiento.

Como parte del paquete de 5 200 millones de dólares, de dinero nuevo, y para sustituir los créditos bancarios, Brasil ofreció emitir hasta 1 000 millones de dólares en bonos al portador con las mismas condiciones que los préstamos. Más aún, 2 900 millones del dinero nuevo suscrito en préstamos se podrían convertir durante 1989-1991 en activos nacionales a su valor de paridad hasta un límite superior de 50 millones de dólares mensuales.

Brasil ofreció también a los bancos una opción de "salida" respecto a la deuda restructurada. En lugar de una reprogramación, los acreedores podían intercambiar la deuda pública de mediano plazo por bonos de salida valuados a la par con vencimiento a 25 años y una tasa de interés fija inferior a la de 6% del mercado. Los bonos se concibieron para ofrecer una opción "de salida" del proceso a los bancos que deseaban evitar futuras restructuraciones y solicitudes de dinero nuevo, aunque a costa de aceptar instrumentos financieros con tasas de interés inferiores y vencimientos más largos. Para hacer los instrumentos aún más atractivos, Brasil permitió a los bancos convertir a la par los bonos de salida en pagarés de la tesorería brasileña denominados en cruzados e indizados, a elección de cada banco, con la inflación interna o con el tipo de cambio del dólar.

Además, se autorizó que todo el dinero nuevo y los bonos de salida participaran en las subastas de conversión de deuda en capital iniciadas en febrero de 1988. Según otras opciones del acuerdo, el pago de intereses sería semestral en lugar de trimestral y habría posibilidades de représtamo para la deuda restructurada.[18]

El convenio brasileño fue a todas luces innovador y la manifestación más clara hasta ahora del tratamiento temático. Pero, otra vez, como medio para aliviar la carga de la deuda fue sólo un éxito relativo. El paquete de dinero nuevo se suscribió con una rapidez ciertamente insólita: alrededor de un mes. Sin embargo, sólo 308 de los 500 bancos privados de Brasil participaron en el acuerdo. Es más, dos fueron las motivaciones principales de los que otorgaron préstamos: que Brasil aceptó liquidar más de 3 000 millones de dólares de atrasos, y la muy favorable relación de cuatro a uno entre los ingresos por intereses y los nuevos préstamos durante el período del programa (1987-1989).[19] En efecto, se esperaba que la sola firma del acuerdo aumentara entre 10 y 40 por ciento los ingresos por acción de los principales bancos estadounidenses.[20]

Aunque corrió con mejor suerte que un instrumento similar impulsado en Argentina en 1987,[21] el bono de salida interesó a sólo 108 bancos por un valor total de 1 000 millones de dólares, o 20% de la suma que Brasil había ofrecido intercambiar originalmente. En esos días la conversión entrañaba un ahorro cercano a 30 millones de dólares anuales en el pago de intereses, que estaba muy lejos de ser una bonanza frente a los 11 000 millones de dólares anuales de la carga de intereses de la deuda en ese entonces.[22]

Además, considerando que el dinero nuevo que se podía convertir en capital al valor nominal correspondía muy de cerca a la suma de los pagos de interés vencidos, y que el valor de mercado de las obligaciones brasileñas era entonces de 50 centavos por dólar, un cambio a la par de deuda por capital era una concesión inusitadamente generosa a los bancos acreedores. Es más, las conversiones —que han de ser adicionales al programa oficial de conversión de deuda en capital— también podían entorpecer el manejo del profundo problema inflacionario del país.

En abril de 1988 Chile había iniciado negociaciones con sus acreedores para modificar sus contratos de préstamos a fin de hacer más flexible el manejo de la deuda. Seis meses después, en septiembre, los bancos aceptaron las modificaciones solicitadas: *i)* adquisiciones directas de la deuda con un descuento no mayor de 500 millones de dólares, que se financiarían exclusivamente con las reservas del país; *ii)* ofertas de intercambio de deuda hasta por 2 000 millones de dólares; *iii)* pagos anticipados en pesos si los ingresos por ese concepto se destinan a financiar nuevos proyectos de inversión, y *iv)* garantías preferenciales sobre la nueva deuda hasta por 500 millones de dólares. La medida de los pagos anticipados se usó en 1988 para financiar con 35 millones de dólares un proyecto minero, y en noviembre Chile retiró 168 millones de sus reservas para comprar 299 millones de dólares de deuda, logrando un descuento de 44 por ciento.[23]

Los acuerdos de préstamo se hicieron más flexibles debido a la iniciativa chilena. No obstante, temiendo un riesgo moral, los bancos limitaron mucho el volumen de los recursos que se podían manejar de esa manera. Además, igual que en cualquier operación de recompra, es preciso considerar el punto de la asignación eficiente de recursos. Con la recompra se logró un ahorro neto de intereses cercano a 16 millones de dólares anuales. Sin embargo, como el país tuvo que desembolsar 168 millones de dólares de sus reservas, el flujo neto acumulado de efectivo de la operación seguiría siendo negativo en los diez años siguientes.[24]

Sin duda la mejor opción en 1988 para reducir la deuda de los países en desarrollo fue la conversión de deuda en capital, así como la conversión informal, es decir, la que no entraña la participación directa de las autoridades monetarias nacionales. El Banco Mundial estima que el total de conversiones fue de unos 14 000 millones de dólares en 1988, frente a 7 000 millones en 1987 y 1 500 millones en 1986.[25] Gran parte de ellas ocurrieron en cuatro países: Brasil, México, Chile y Argentina. Brasil efectuó por mucho el mayor volumen, que se estima en 8 000 millones de dólares, de los cuales aproximadamente 3 600 millones estaban incluidos en el programa formal del país. México también

18. Ruben Lamdany ofrece un recuento analítico de las previsiones de recalendarización y de nuevos préstamos en *The Market-Based Menu Approach in Action: The 1988 Brazil Financing Package*, Banco Mundial, Washington, diciembre de 1988.

19. Véase Michel Bouchet y Jonathan Hay, *op. cit.*, p. 7.

20. Véase Peter Truell, "Brazil's Proposed Debt Pact Is Expected to Boost '88 Earnings of Big U.S. Banks", en *The Wall Street Journal*, 23 de junio de 1988.

21. En 1987 Argentina ofreció bonos de salida con vencimiento a 25 años y una tasa fija de interés de 4%. Sólo dos bancos los suscribieron. Véase Ruben Lamdany, *The Market-Based Menu . . . op. cit.*, p. 36.

22. Para el cálculo se usó la *Libor* de mediados de 1988 (8%), así como un diferencial de 0.81% sobre la deuda restructurada.

23. Ricardo Ffrench-Davis, *Recompra de la deuda de Chile*, CIEPLAN, Santiago de Chile, septiembre de 1988.

24. Para calcular los ahorros netos de intereses se aplicó la *Libor* de noviembre (9%) más un diferencial de 0.81% para la deuda restructurada, y estimaciones muy conservadoras de ingresos de intereses de 8% anual sobre las reservas de divisas.

25. Banco Mundial, *Quarterly Review, op. cit.*, cuadro 8.

realizó un gran número de conversiones informales: 3 000 millones en 1988, según se calcula. Por su parte, Chile convirtió cerca de 2 000 millones de su deuda externa en activos denominados en pesos, al amparo de sus programas formales. Argentina, a su vez, registró 1 000 millones de dólares en conversiones formales, más una cantidad no revelada de transacciones informales.

El volumen de las conversiones de deuda en capital se ha elevado considerablemente en los anos recientes; lo mismo ha ocurrido con la polémica al respecto.[26] Una de las principales preocupaciones planteadas por los países deudores ha sido la relacionada con su débil situación fiscal y los efectos inflacionarios de la conversión de la deuda externa en efectivo y pagarés. Éstos y otros problemas con las conversiones llevaron a México a detener su programa formal en 1987, mientras que Brasil y Argentina suspendieron temporalmente sus operaciones a principios de 1989. Chile, con una situación fiscal relativamente sólida, siguió impulsando con vigor su programa.

Por último, otro proceso de reducción de deuda en 1988, importante aunque informal y menos sonado, fue la acumulación de atrasos. Este proceso no sólo reduce los desembolsos inmediatos de servicio, sino que también tiende a bajar los precios de la deuda en el mercado secundario y abre oportunidades para ajustarla a menos de su valor nominal. En el curso de 1988 numerosos países muy endeudados recurrieron a esta opción fuera del menú para reducir la carga del servicio de su deuda.[27]

Las deficiencias del tratamiento temático

La revisión de algunas de las operaciones financieras más importantes en las naciones más endeudadas arroja luz sobre las deficiencias del tratamiento temático.

Primera, la respuesta voluntaria de los bancos a las propuestas de reducción de la deuda fue acusadamente pobre. Ello obedeció a un complejo conjunto de factores: la decisión de algunos bancos de actuar por su cuenta; las profundas diferencias en su capacidad para absorber pérdidas; los desincentivos derivados de las disposiciones jurídicas y fiscales impuestas a los bancos; los temores de sentar precedentes, y las dificultades para otorgar condiciones preferenciales a los nuevos instrumentos de deuda.

Segunda, la capacidad de los países más endeudados para recomprar de manera directa o ampliar sus ofertas de intercambio se vio restringida por su escasez de divisas, por preguntas legítimas sobre la mejor opción de uso de esos recursos y, en el caso particular de las conversiones de deuda en capital, por las consecuencias de esas conversiones en la oferta monetaria interna y sus efectos inflacionarios.

Tercera, las negociaciones con los bancos para lograr una reducción voluntaria de la deuda solían alargarse demasiado, en parte por la necesidad de conseguir exenciones de las cláusulas restrictivas en los contratos de préstamos. Esto, aunado a la respuesta incierta de los bancos frente a las ofertas de intercambio, —aun si éstas se aprobaban—, generaron muchas incertidumbres en torno del volumen y los plazos del financiamiento externo mediante las técnicas voluntarias de reducción.

Cuarta, el calendario del alivio real de los flujos de efectivo proporcionado por las técnicas voluntarias de reducción normadas con criterios comerciales tendió a ser exactamente el inverso del que necesitaban los países más endeudados que tenían una elevada tasa de descuento social de las divisas. En efecto, la mayoría de las técnicas señaladas reducían el principal, cuyo pago se había postergado a un futuro muy distante mediante la reprogramación o la moratoria, y que en el margen tenía un valor esperado en extremo bajo. El verdadero alivio en la balanza de pagos, pues, se redujo a menores pagos de intereses. Con todo, éstos disminuyeron sólo un décimo o menos por cada dólar de reducción de deuda.

Cuando los deudores comenzaron a usar sistemáticamente los instrumentos financieros que influyen de manera más directa en los pagos de intereses, tales como los bonos de salida, los ahorros por ese concepto tendieron a volverse marginales. Esto obedeció a los factores citados en el primer punto y a que el rendimiento incierto de los bonos de salida tuvo que competir con el rendimiento seguro de una solución mediante una venta en efectivo en los mercados secundarios (que no provoca beneficios directos para el deudor). Cuando los países intentaron mejorar la respuesta a sus ofertas de intercambio mediante una garantía colateral autofinanciada, el resultado neto entre uso de divisas escasas y ahorro de las mismas fue inicialmente desfavorable para el deudor, lo que tardó muchos años en rectificarse.

Quinta, cada vez fue más difícil obtener dinero nuevo de los bancos, a medida que éstos se dedicaron más a protegerse contra las pérdidas y a fortalecer sus empeños por reducir el riesgo.

Sexta, las opciones del menú, bien en forma de recursos nuevos, bien como reducción de deuda, tendieron a aplicarse de manera por demás desigual entre los países deudores, y sus limitados beneficios se concentraron en un puñado de naciones.

En suma, como señaló la CEPAL a principios de 1988, la operación del menú ofreció algunos aperitivos interesantes a ciertos países deudores, pero los "platos principales" simplemente no llegaron.[28] Abandonados a sus propios mecanismos, los mercados privados suelen reponerse muy lentamente de un excedente de deuda. De ahí que el tratamiento temático, como se concebía entonces, sólo pudo aliviar superficialmente la restricción financiera de los deudores. De hecho, la estrategia del manejo de la deuda no se orientó ni por asomo a resolver un problema macroeconómico central: cómo financiar de manera sostenida y predecible las reformas económicas y las nuevas inversiones que los países muy endeudados necesitan para reiniciar de inmediato su

26. La evaluación de algunos de los posibles efectos negativos de las conversiones se encuentra en: Grupo de los Treinta, *Finance for Developing Countries*, Nueva York, 1987; Ricardo Ffrench-Davis, "Conversión de pagarés de la deuda externa de Chile", en *Colección de Estudios* CIEPLAN, núm. 22, diciembre de 1987, pp. 41-62, y Eugenio Lahera, *La conversión de la deuda externa: antecedentes, evaluación y perspectivas*, CEPAL, LC/R. 614, Santiago de Chile, septiembre de 1987.

27. Sólo en América Latina más de la mitad de los países con deuda bancaria tenía atrasos en 1988. Véase CEPAL, "Balance preliminar de la economía latinoamericana 1988", en *Notas Sobre la Economía y el Desarrollo*, núm. 470/471, diciembre de 1988, Santiago de Chile, p. 11.

28. CEPAL, *La evolución del problema de la deuda . . ., op. cit.*, p. 55.

crecimiento y comenzar a restaurar su capacidad para servir la deuda.

¿Es el Plan Brady la respuesta adecuada?

La iniciativa del Secretario del Tesoro de Estados Unidos es a todas luces una respuesta bienvenida y constructiva a la difícil situación de las naciones endeudadas en exceso, que deben realizar cambios estructurales de fondo a fin de crecer y recuperar su solvencia. El Plan ha generado expectativas de que el sector público internacional aportará por fin el equilibrio tan necesario en el ajuste de la cartera del mercado mediante apoyo institucional y financiero al proceso de reducción de la deuda. Es decir, impulsar una exención generalizada de las cláusulas restrictivas, eliminar los impedimentos reglamentarios y fiscales a la reducción de la deuda, así como asignar recursos públicos para ampliar los paquetes financieros, todo ello podría, en principio, aumentar el volumen de los programas de conversión y mejorar sus condiciones para los deudores. El éxito de la iniciativa dependerá de tres variables clave: *i)* la asignación de suficientes recursos públicos "adicionales" para inducir una eliminación rápida del excedente de deuda; *ii)* la firme coordinación pública de los bancos, tanto para asegurar que surjan del mercado suficientes "voluntarios" para reducir la deuda, como para que los beneficios se distribuyan de manera equitativa entre los países que deseen emprender reformas estructurales, y *iii)* el establecimiento por los acreedores de condiciones que realmente promuevan sin tardanza las inversiones renovadas y el crecimiento económico que las naciones deudoras requieren con tanta urgencia, luego de casi una década de estancamiento.

El Plan Brady recibió la aprobación general del Comité Interino en abril de 1988. Sin embargo, para ser algo más que una idea falta de concreción se requiere que el mercado responda con propuestas específicas de financiamiento. En este sentido, es importante señalar que las expectativas en torno de la reducción de la deuda han de confrontarse con indicios de que al Plan tal vez le falte financiamiento y coordinación. También puede haber problemas relacionados con la eficacia del conjunto de condiciones, pero éste es un terreno vasto y por demás controvertido que no es posible analizar con seriedad en este trabajo.

Financiamiento

Según la información disponible, el FMI y el Banco Mundial destinarían a reducir la deuda recursos del orden de 12 000 millones de dólares cada uno durante los tres próximos años. Al parecer, Japón se ha comprometido con otros 6 000 millones de dólares de financiamiento paralelo. Del total de los 30 000 millones de dólares, cerca de 16 000 millones serían recursos adicionales; los 14 000 millones restantes serían desviados del financiamiento ya programado (que sigue criterios de política), del Fondo y el Banco.[29] El BID podría quizá ofrecer un monto pequeño de recursos.

Basta pensar en los 17 países del Plan Baker, donde hay unos 375 000 millones de dólares de obligaciones con los acreedores privados, para apreciar con claridad que los 30 000 millones de dólares ya comprometidos en el Plan Brady servirían apenas para una reducción limitada del excedente de deuda. Por ejemplo, si se usan para recompras directas de la deuda de los 17 países del Plan Baker al precio promedio ponderado del mercado secundario correspondiente a abril (36 centavos de dólar), los fondos públicos citados podrían reducir la deuda comercial en unos 83 000 millones de dólares. Incluso este monto —que, por cierto, es muy improbable en un programa voluntario porque supone que no habrá incrementos de los precios del mercado secundario— disminuiría apenas 22% el pago de intereses de la deuda comercial de esos países, en tanto que los pagos totales de intereses sólo bajarían 17 por ciento.[30]

También es importante señalar que si la reducción de la deuda se financia con préstamos nuevos, el alivio del flujo de efectivo sería menor que la baja de los pagos de intereses bancarios. De hecho, el apoyo del FMI y el Banco Mundial para disminuir la deuda, financiado con préstamos que de otra manera se hubiesen destinado a apoyar la balanza de pagos, creará un flujo neto acumulado de efectivo que tendrá signo negativo durante los primeros años después de la operación.[31] En cambio, un préstamo del Fondo y el Banco para reducir la deuda que se financie mediante recursos de otra manera inaccesibles para el país, no generaría al principio un flujo negativo de efectivo. Sin embargo, el país se encontraría con que los pagos de interés y la amortización de los vencimientos de los nuevos préstamos erosionarían

29. Véase Peter Norman y Stephen Fidler, "The West Takes a Leap in the Dark on Debt", en *Financial Times*, 5 de abril de 1989. La información sobre los 6 000 millones de dólares de financiamiento japonés la proporcionó al autor Barbara Stallings, quien realiza una amplia investigación sobre Japón.

30. Esto supone una tasa de interés de 10% sobre la deuda comercial y una tasa de 8% sobre otras obligaciones que totalizan 154 000 millones de dólares. Las cifras de la deuda de los 17 países del Plan Baker se basan en Banco Mundial, *World Debt Tables*, vol. 1, Washington, diciembre de 1988, p. xviii. Suponiendo que todo siga igual, el intercambio de la deuda vieja por los nuevos bonos respaldados por el colateral de 30 000 millones de dólares daría aproximadamente la misma cantidad de reducción de deuda que una recompra directa. El uso de los instrumentos de conversión se podría traducir en mayor "apalancamiento" para el financiamiento público sólo si hubiera beneficios para los bancos que además distinguieran la deuda nueva de la vieja. Tales posibilidades podrían incluir que los acreedores consideraran que una garantía incluso muy parcial del Banco Mundial del valor presente descontado de la corriente de ingresos de los nuevos bonos significaría en la práctica una participación oficial mucho mayor en el instrumento, lo que le conferiría un carácter casi preferencial. En cambio, los incentivos a base de zanahorias y garrote derivados de modificaciones de las disposiciones contables y fiscales de los bancos podrían lograr que los acreedores consideraran que los beneficios de los nuevos bonos superarían con creces lo que la garantía colateral representa. Un excelente análisis de la equivalencia de las recompras y el aseguramiento lo ofrece Michael Dooley, "Self-Financed Buy-Backs and Asset Exchanges", en *Staff Papers*, vol. 35, núm. 4, diciembre de 1988, pp. 714-722.

31. A un precio de 36 centavos, un préstamo de 100 dólares del Fondo y el Banco puede recomprar 278 dólares de deuda. A una tasa de interés de 10%, la reducción de la deuda vieja elimina 28 dólares anuales de pagos de intereses a los bancos. Los intereses y la amortización del nuevo préstamo no afectan negativamente el flujo de efectivo, ya que el país habría recibido los préstamos de todos modos. Sin embargo, hoy no se cuenta con los 100 dólares para un apoyo general de la balanza de pagos debido a que el efectivo disponible se ha reorientado hacia la recompra. Así, el saldo nominal de efectivo acumulado de la transacción es negativo hasta el cuarto año (100/28). Desde luego, el saldo líquido inicial sería algo más negativo de calcularse conforme al valor presente.

considerablemente los beneficios logrados por el flujo de efectivo proveniente de la reducción de la deuda.[32]

De cualquier modo, a juzgar por los recursos comprometidos en el Plan Brady, la reducción de la deuda será fragmentaria y estará muy lejos de lograr una baja de 50% o más en la carga de intereses, cifra considerada indispensable por muchas naciones fuertemente endeudadas para comenzar a crecer y desarrollarse.[33] De hecho, el mismo ejemplo ilustrativo del Plan de alcanzar una reducción de 20% en la carga de intereses de 39 países en desarrollo durante los próximos tres años parece requerir más recursos que los hoy disponibles.[34] Más aún, ese modesto 20% ni siquiera compensaría a los deudores por el alza de la *Libor* durante los pasados 18 meses (véase el cuadro).

Tasa interbancaria de Londres (Semestral)

	Ene.	Mar.	Jun.	Sep.	Dic.
1988	7.06	7.06	8.00	8.75	9.38
1989	*9.50*	*10.81*	*9.40*[a]	–	–

a. Al 2 de junio.
Fuente: Secretaría de la Commonwealth, *International Capital Markets*, vol. 9, núm. 3, mayo de 1989.

La reducción fragmentaria e inconclusa del excedente de la deuda que se lograría con un Plan Brady dotado de recursos insuficientes traería, en términos generales, beneficios muy limitados para los países en desarrollo. Los deudores que se favorecerían con una iniciativa modesta serían los que en realidad no tienen un excedente de deuda (por ejemplo, Colombia), o los empeñados en estar al corriente en el servicio de su deuda contractual, sin importarles el costo social que ello entrañe. Esas naciones podrían considerar que el valor real de su deuda es igual a su valor nominal; de ahí que cualquier oportunidad de rescatar deuda con descuento podría representar ahorros reales.

Por otra parte, en un país con un evidente exceso de deuda, o poco dispuesto a servirla a su valor de paridad, la recompra directa (o el aseguramiento) podría constituir un uso ineficiente de recursos escasos. Esto obedece a que la recompra parcial o el aseguramiento del exceso de deuda por un período de tres años reforzará el precio secundario de la deuda vieja, pero no eliminará un gran descuento. Un descuento permanente y considerable de la deuda restante en el mercado secundario y la incertidumbre relacionada con los activos financieros perpetuaría los obstáculos que impiden la repatriación de capitales y la entrada de nuevos préstamos e inversiones del sector privado. Más aún, la reducción fragmentaria de la deuda en el futuro podría costar más a causa del precio mayor de la deuda restante en el mercado secundario.

32. De nueva cuenta, un préstamo del Banco y el Fondo por 100 dólares puede recomprar hasta 278 dólares de deuda bancaria y generar ahorros anuales de interés por 28 dólares. Con todo, con una tasa de interés de 8% y un período de amortización de veinte años (cinco de gracia), el alivio neto del flujo de efectivo es de sólo 20 dólares en los primeros cinco años para caer en el sexto año a 14 dólares a medida que el préstamo se amortiza. En Alfred Watkins, *Rejoinder to Feinberg*, Washington, mayo de 1989, se analiza cómo se erosiona el flujo de efectivo cuando el alivio de la deuda se financia con nuevos préstamos.

33. Véase, por ejemplo, Christopher Huhne, "It'll Take a Miracle", en *International Economy*, mayo-junio de 1989, p. 51.

34. Walter Mossberg, "U.S. Plan May Cut Debt 20% for 39 Nations", en *The Wall Street Journal*, 16 de marzo de 1989.

El aseguramiento y la recompra del excedente de la deuda tienen pleno sentido en estos últimos países sólo si forman parte de un arreglo definitivo a mediano plazo de sus problemas de deuda y excesiva transferencia de recursos al exterior. Sin estas soluciones mínimas, a los deudores les convendría mucho más destinar sus escasas divisas (incluido el dinero del Banco Mundial y del FMI) a programas nacionales de reformas, inversiones y crecimiento económico. Después de todo, en un proceso de reducción fragmentaria e incompleta, un dólar prestado para inversión interna tendrá una tasa de rendimiento social mucho mayor que un préstamo de un dólar por 10 centavos de alivio de flujo de efectivo[35] sobre una unidad marginal de una deuda con valor esperado muy bajo. Así, el plan de los gobiernos acreedores de reorientar los préstamos que con criterios de política les han concedido el Banco Mundial y el FMI hacia la reducción gradual de la deuda, y reservar otros capitales para ese fin, puede no significar un uso eficiente de los recursos desde el punto de vista del desarrollo de los países afectados.

También es importante señalar que el financiamiento de un proceso fragmentario de reducción de la deuda podría resultar inconveniente para el Banco Mundial y el FMI. Otorgar préstamos con una tasa de interés cuasicomercial para financiar una recompra marginal (o el aseguramiento) que genera rendimientos pequeños o intangibles en el país deudor podría debilitar hondamente la cartera de préstamos de esas instituciones. Así, los préstamos provenientes de sus recursos actuales, o incluso de los adicionales, tendrían sin duda mejores perspectivas de pago si se canalizaran directamente a reformas, inversiones y crecimiento.

Coordinación

Los aspectos negativos de la deficiencia de recursos en el proceso de reducción de la deuda se agravarían aún más por la falta de coordinación. Las acciones verdaderamente voluntarias reducirían sólo un monto limitado de la deuda bancaria. En efecto, según señaló hace poco Andrew Bartels, de la American Express Company:

"Los bancos privados difícilmente participarán gustosos en el alivio de la deuda, pues al hacerlo sufren pérdidas y aumentan las probabilidades de que a los bancos no participantes se les pague todo lo que se les debe. Por ello, la simple ampliación de las opciones del menú para hacer más atractiva la reducción es insuficiente... Resulta indispensable que el alivio de la deuda sea una acción concertada. Los países industriales deben desempeñar un papel catalizador para que ello ocurra, pues los bancos no pueden hacerlo, ni lo harán, por su cuenta. De ahí que existan procedimientos de quiebra para los deudores privados internos en dificultades. Algo similar se requiere para la reorganización ordenada de los deudores soberanos con problemas."[36]

Otro desincentivo para reducir la deuda es el valor opcional de un título de crédito vigente; una deuda puede parecer mala hoy, pero siempre existe la posibilidad de que mañana ocurra al-

35. Esto supone una tasa de interés de 10%.

36. Véase Andrew Bartels, "Making Sure the Brady Initiative Works", documento presentado en la segunda reunión sobre nuevas iniciativas para resolver el problema de la deuda latinoamericana (Second Harvard Conference on New Initiatives in Latin American Debt), celebrada en la John F. Kennedy School of Government, Universidad de Harvard, Cambridge, Massachussetts, del 15 al 16 de mayo de 1989, p. 3.

go inesperado que incremente su valor. Tampoco se puede confiar en las exhortaciones patrióticas para promover una reducción voluntaria de la deuda; los banqueros competentes son hombres de negocios, no estadistas.

Así pues, a los bancos se les debe "empujar" cortésmente a disminuir la deuda en una proporción considerable. Y esto sólo puede hacerlo el sector público internacional. Un resultado positivo del Plan Brady es que el Gobierno estadounidense y el FMI se muestran resueltos a solucionar el problema de la transferencia negativa de recursos de las naciones deudoras; en el caso piloto de México, el sector oficial ha presionado con fuerza a los bancos para que le reduzcan su deuda.[37] Sin embargo, emprender reñidas negociaciones sobre 39 países en desarrollo sin duda sería emprender un proceso agotador e incierto con resultados muy disparejos. Por tanto, no hay algo que pueda sustituir a un marco institucional coherente de incentivos para asegurar que cada país "haga una oferta" de reducción de deuda —en el contexto de un programa de ajuste estructural— que la mayoría de los bancos "no pueda rehusar". El marco de referencia debe incluir zanahorias, es decir, condiciones razonablemente atractivas para rebajar los préstamos y asumir las pérdidas, así como amplias garantías públicas sobre la corriente de ingresos de los activos aceptados por los bancos en ofertas de intercambio con fuertes descuentos. También habrá garrotes para castigar a los bancos indiferentes y a los que decidan actuar por su cuenta; por ejemplo, darles un trato contable severo en sus préstamos no negociados y restringirles el refinanciamiento de la deuda excedente a los atrasos.

El movimiento en el frente institucional ha sido hasta hoy incierto. Es probable que el Plan Brady se esté retractando de su compromiso original de promover exenciones de las cláusulas restrictivas incluidas en los acuerdos de préstamo y que fomentan una especie de conducta monopólica entre los bancos.[38] Tampoco se ha hecho gran cosa para modificar sustancialmente la legislación fiscal y bancaria. Al contrario, ha poco que las autoridades impositivas de Estados Unidos hicieron aún más restrictivos los códigos correspondientes.[39] Además, al parecer se ha considerado sólo a unos cuantos países en desarrollo para reducirles la deuda en este año.[40]

En suma, sin un adecuado compromiso *ex ante* de recursos públicos adicionales para apoyar una masa crítica de reducción de la deuda, y sin mecanismos públicos bien plantados y sistemáticos para reclutar a un buen número de bancos "voluntarios" dispuestos a asumir pérdidas de un amplio espectro de países, el Plan Brady podría tener consecuencias profundamente unilaterales. Por un lado, todos los bancos se beneficiarían, pues los que deseen retirarse voluntariamente del problema de la deuda podrían hacerlo con la ampliación del nuevo colateral público, en tanto que los decididos a no participar obtendrán "el permiso" de actuar por su cuenta gracias al mayor valor real de sus títulos de crédito en los países en desarrollo. Por otro, un Plan carente de los fondos y la coordinación necesarios propiciaría la concentración de los beneficios en unos cuantos países en desarrollo que, por su importancia geopolítica, recibirían una ayuda pública desproporcionada al negociar la reducción de su deuda.

Una válvula de escape

Sin subestimar sus posibles debilidades, el Plan Brady ofrece una interesante "válvula de escape" que tal vez podría desvincular el excedente de deuda del crecimiento económico. La propuesta del Plan para que el FMI considerara desembolsar sus préstamos de ajuste aun en ausencia de un acuerdo previo con los bancos para aliviar la deuda, de hecho abrió la posibilidad de financiar el crecimiento con los pagos por atrasos de intereses y principal de los préstamos bancarios. En efecto, los atrasos obtendrían la aprobación informal del FMI; tal vez incluso lograrían la aprobación formal si aquéllos se pudiesen interpretar como una restricción de intercambio adecuada al amparo del artículo VIII(2)(b) del reglamento del FMI.[41] Financiar el ajuste con atrasos protegidos por el sector oficial permitiría al FMI otorgar condiciones más flexibles y crear en los países deudores un ambiente adecuado para la inversión y el crecimiento, aunque su excedente de deuda no se hubiese resuelto.[42] Podría también rectificar el papel del FMI en el pasado: cobrador de facturas al servicio de los bancos. Con esta nueva política la presión oficial se revierte a los bancos para inducirlos a asumir una mejor disposición frente a las propuestas de reducir la transferencia de recursos al exterior de las naciones en desarrollo. Más aún, en este contexto las recompras parciales y el aseguramiento del excedente de la deuda se podrían interpretar tal vez como un símbolo de la posibilidad de mantener vínculos constructivos entre deudores y acreedores en un período en que las relaciones son inciertas.

Así, la "válvula de escape" podría dar al Plan Brady cierta eficacia, aun con su insuficiencia de fondos y coordinación. Con todo, eso sería una solución algo desordenada que generaría sus propias incertidumbres; después de todo, los atrasos no someterían las pretensiones de los bancos y por ende su existencia podría deformar el patrón de las inversiones privadas, tanto nacionales como extranjeras. A mayor abundamiento, no se conoce con certeza el grado de compromiso del Fondo para apoyar en un buen número de países lo que realmente es una moratoria parcial. Asimismo, los atrasos sancionados oficialmente para los programas de ajuste en algunas naciones podrían provocar moratorias injustificadas en otros países o suspensiones de pagos no necesariamente vinculadas con programas económicos congruentes. Sin embargo, incluso con estos posibles inconvenientes, un Plan Brady financiado mediante atrasos podría significar para los deudores una mejora considerable en el manejo internacional del problema de su deuda.

37. Véase Michael Camdessus, *Strengthening the Debt Strategy: The Role of the IMF and the Banks*, FMI, Washington, 31 de mayo de 1989.

38. *Journal of Commerce*, 8 de mayo de 1989, p. 10A. No obstante, sin algún tipo de protección oficial para los deudores esto podría ser lo mejor, ya que las cláusulas restrictivas desalientan a los bancos a ejercer represalias por atrasos en el servicio de la deuda.

39. David Wessel y Robert Guenther, "IRS Ruling Limits the Tax Advantages Banks Get On Foreign-Loan Write-Offs", en *The Wall Street Journal*, 4 de mayo de 1987.

40. Véase "What Must Happen: A 'Simple' Four-Step Approach to the Brady Plan", en *International Economy*, mayo junio de 1989, p. 41.

41. Véase Whitney Debevoise, "Exchange Controls and External Indebtness: A Modest Proposal for a Deferral Mechanism Employing Bretton Woods Concepts", en *Houston Journal of International Law*, vol. 7, núm. 1, otoño de 1984, pp. 157-168.

42. Véase Jeffrey Sachs, "Making the Brady Plan Work", Facultad de Economía de la Universidad de Harvard, mayo de 1989. Antes de darse a conocer el Plan Brady, el FMI había experimentado con cierta cautela esta clase de estrategia en Bolivia y Costa Rica.

Conclusiones

El Plan Brady es una iniciativa alentadora que tardó demasiado en llegar. Para que funcione con eficacia es preciso que atienda sus problemas de falta de financiamiento y coordinación. La primera carencia se puede resolver sólo si el sector público internacional se compromete a ofrecer recursos suficientes, aparte de los que ya existen.[43] Más aún, para maximizar los beneficios del flujo de efectivo en los países deudores, es aconsejable conceder garantías oficiales completas y directas sobre los nuevos instrumentos de la deuda descontada, más que asegurarlos con muy mezquinas garantías colaterales financiadas mediante nuevos préstamos, los que a su vez generarán su propia carga de servicio. Si las operaciones de reducción pueden liquidar con rapidez todo el excedente de deuda y vincularse con ciertas condiciones pragmáticas en favor del crecimiento, la mayoría de aquellas garantías públicas no pasará de ser una obligación contingente.

A fin de asegurar una respuesta adecuada de los bancos será preciso ejercer una fuerte presión pública para que participen en la reducción de la deuda. No basta la persuasión moral, porque se corre el riesgo de una participación desigual que fácilmente se podría desvanecer en el curso de las fatigosas negociaciones con muchos países. Así, será necesario institucionalizar la presión mediante cambios de los contratos de crédito, la legislación bancaria y fiscal, así como las normas contables, de suerte que los bancos obtengan zanahorias si cooperan y reciban azotes si actúan por su cuenta. Quizá los bancos privados se muestren más dispuestos a cooperar si los gobiernos respectivos aplican técnicas similares de reducción en las negociaciones del Club de París. Aún más, esta estrategia promovería mayor simetría entre los países endeudados más pequeños, cuya mayoría depende proporcionalmente más de los préstamos entre gobiernos.

Un Plan Brady eficaz requeriría definitivamente que el sector público internacional asumiera riesgos mayores en la tarea de resolver el exceso de deuda de los países en desarrollo. Sin embargo, en la medida en que se requiera de los bancos que acepten un gran descuento en las conversiones de la deuda, el mayor riesgo asumido por el sector público no representaría "sacar de apuros a aquéllos". Más bien significaría comprometer más al sector público internacional, el cual se ha mostrado muy renuente a aceptar responsabilidades que le son propias cuando existe un problema fundamental en el sistema, como el observado en los países en desarrollo endeudados en exceso.[44] Socializar un problema del sistema es una práctica del todo aceptable en los mercados internos de los países acreedores; de hecho, como se comprobó en la crisis estadounidense de ahorros y préstamos, la tardanza del sector en intervenir plenamente en un problema del sistema socializando sus costos, sólo lo ahonda y lo hace más caro para los contribuyentes. ¿Por qué tal renuencia a intervenir en el ámbito internacional, sobre todo cuando vivimos en un mundo tan interdependiente? Más aún, no se debe olvidar que los gobiernos de la OCDE son parcialmente responsables del exceso de la deuda en los países menos desarrollados debido a que no regularon de manera adecuada las actividades bancarias durante los setenta, y por otro lado exhortaron a los prestamistas privados a recircular los petrodólares y aplicaron políticas macroeconómicas que provocaron el alza astronómica de las tasas de interés en los ochenta. Pretender una solución del problema de la deuda sin que ello entrañe fuertes costos públicos sería tanto como dar una "comida gratis" a los gobiernos de la OCDE, lo cual no se justifica en absoluto.[45]

Conviene resaltar que si el Plan Brady se ocupara seriamente de lograr todos los objetivos mencionados, quizá éstos se alcanzaran con más eficacia y menores costos en el marco de un instrumento multilateral *ad hoc* de reducción de la deuda. Éste se podría organizar como una filial conjunta autofinanciable del Banco Mundial y el FMI. El nuevo organismo sería más expedito al financiar y lograr la reducción de la deuda, debido a que, por su carácter independiente, no tendría que luchar contra los precedentes institucionales ni contra la difícil interpretación de los estatutos que regulan las actividades de las organizaciones internacionales. También sería más fácil exigirle cuentas por sus fracasos, y premiarlo por sus éxitos, en la tarea de reducir la deuda. Además, evitaría convenientemente la contaminación de las carteras crediticias del Banco Mundial y el FMI, y no distraería tanto al personal de esas instituciones, que ha de ocuparse de la más amplia e importante encomienda de promover el ajuste, el crecimiento y el desarrollo en los países deudores que se enfrentan a más dificultades. La propuesta en favor de un instrumento multilateral de conversión de la deuda ha aparecido repetidamente en el curso del debate sieteañero de los problemas de la deuda, por lo que no viene al caso ampliarla en este trabajo.[46]

Sea como fuere, tal instrumento multilateral es una idea cuyo momento no ha llegado aún. Hoy día, sólo existe el Plan Brady en el reino de las posibles soluciones concertadas. Con plena certeza merece una oportunidad. Con todo, la situación de América Latina, donde se concentra la mayoría de los países más endeudados, es crítica y se deteriora velozmente, en tanto que la paciencia se agota. De esta suerte, es claro que el tiempo no favorece al Plan.

En verdad, es aconsejable que los países latinoamericanos no esperen con calma que la solución del problema provenga de Estados Unidos, escaso de recursos públicos y, al parecer, también de interés por América Latina, con excepción de México y América Central. También es improbable que Japón y Alemania cubran rápidamente el vacío financiero mediante sus recursos, ya que consideran el problema de América Latina como exclusividad estadounidense. A fin de cuentas, la solución de la crisis de la deuda tal vez surja de la propia América Latina. En este sentido, el punto de partida debe ser la formulación de programas económicos y políticos coherentes que combatan los desequilibrios fundamentales de las economías de la región. Esos programas macroeconómicos generales acaso exigirán que muchos países restrinjan de manera temporal sus pagos de servicio. Tanto mejor si el Plan Brady, incluida su opción de escape, los ayuda en sus esfuerzos de ajuste estructural y del financiamiento respectivo. □

43. Sachs calculó que en el peor de los escenarios las obligaciones públicas serían del orden de 80 000 a 100 000 millones de dólares, distribuidos entre los siete países más industrializados. Véase Jeffrey Sachs, *op. cit.*, cuadro 3.

44. Como lo señaló la CEPAL a principios de 1984, el problema de la deuda en América Latina es una cuestión pública que exige una solución pública. Véase CEPAL, *Políticas de ajuste y renegociación . . ., op. cit.*, p. 82.

45. Véase Robert Devlin, *Debt Crisis in Latin America . . ., op. cit.*, capítulo 6, donde se ofrece mayor información sobre cómo el sector público ha intervenido para solucionar crisis del mercado privado.

46. Una propuesta de esta clase, por demás creativa y detallada, es la de James Robinson, "A Comprehensive Agenda for LDC Debt and World Trade Growth", en *The Amex Bank Review Special Papers*, núm. 13, Londres, marzo de 1988.