

SERIE
DOCUMENTOS DE TRABAJO DE LA FUNDACIÓN EGE

“LOS PLANES BAKER Y BRADY

*Alternativas de solución a la crisis de la deuda de Argentina y
países latinoamericanos”*

Autor: Mariana Sangermano¹

Río Cuarto y Rosario, Noviembre 2005

Abstract

En el presente documento se analiza el cambio de enfoque para solucionar el problema de la deuda de los países fuertemente endeudados durante la década de los Ochenta. El fracaso del Plan Baker demostró que el peligro de default era más nocivo para los acreedores que aceptar quitas en lo que se les debía. Entonces, se pasó de la idea de refinanciar a las naciones deudoras para que volvieran a crecer y a cumplir con sus obligaciones, a la idea de condonar parte de las acreencias. También varió el tratamiento dado a los bancos acreedores. En principio, los organismos multilaterales de crédito se encargaron de brindar la financiación que aquéllos no otorgaban voluntariamente. Pero a partir del Plan Brady se dejó de apañar la conducta de los bancos incentivando al sector oficial internacional a ejercer presión sobre los acreedores para que participaran de la renegociación de la deuda y asumieran las pérdidas que les correspondieran.

In the present document we analyze the change in the point of view to solve the debt problem. The failure in the Baker Plan showed that the danger of default was worse for creditors than accepting a reduction in the obligations. Then, debt forgiveness appear to be a better idea rather than new lending to debtor nations in order to let them grow and pay their obligations. The treatment given to bank creditors also changed. At first, international creditors lent when banks didn't do it voluntarily, but after the Brady Plan the behavior of banks became unjustified and the international public sector put pressure on creditors to make them participate in the renegotiation of debt and to take up the losses.

¹ Licenciada en Economía, Facultad de Ciencias Económicas y Estadística, Universidad Nacional de Rosario.

Índice

I. Introducción.....	2
II. El Plan Baker.....	3
III. El Plan Brady.....	4
IV. Marco teórico.....	5
V. Aplicación del Plan Brady en los países latinos.....	9
VI. Argentina ingresa al Plan Brady.....	11
VII. Bibliografía.....	14

I. Introducción

Desde la declaración de moratoria unilateral de la deuda mexicana se recurrió a diversos enfoques para tratar el problema de la deuda. En principio se pensó que el mero paso del tiempo (muddling through) sería suficiente para superar la crisis “transitoria”, que afectaba tanto a los bancos acreedores con alta exposición de sus carteras como a los países deudores con dificultades de pago.

Se suponía que la solución requería el ajuste de dichas economías y la reprogramación de los compromisos bancarios. Pero con el correr del tiempo quedó demostrado que la crisis en los países endeudados no era temporaria sino que se profundizaba y, por tanto, las medidas utilizadas hasta entonces no lograban acabar definitivamente con el problema.

Desde mediados de la década del '80 las respuestas de los acreedores, que pretendían recuperar el máximo posible de sus préstamos, pasaron a tomar en consideración dos alternativas distintas: refinanciar y condonar. El Plan Baker y el Plan Brady sirven de ejemplo de cómo se llevaron a la práctica estas alternativas, las cuales forman parte del marco teórico referido a la sobrecarga de deuda (debt overhang) que será expuesto más adelante siguiendo los principales lineamientos de Krugman (1993).

El punto de partida del análisis es que la sobrecarga de deuda disminuye la capacidad de pago a largo plazo del deudor, el cual no encuentra incentivos para invertir o realizar ajustes si sabe que el producto de ello deberá usarse en el futuro para el repago, en vez de aumentar el consumo. Cuando los acreedores reconocen esto pueden contribuir a aliviar parcialmente la carga soportada por el país endeudado a fin de asegurarse cobrar “algo” de sus acreencias y a la vez impedir que se declare la cesación de pagos, que no beneficia a ninguna de las dos partes.

La idea de financiar el sobreendeudamiento intentó impulsarse a través de las disposiciones del Plan Baker. Pero como éste no resultó del todo exitoso en el cumplimiento de los objetivos para los cuales se había creado, hubo un cambio de actitud de los acreedores, que optaron por perdonar parte de la deuda. El Plan Brady fue donde se explicitó la nueva predisposición de la comunidad financiera.

La racionalidad del cambio de punto de vista residía en el hecho de que si los bancos trataban de cobrar todo podrían desestabilizar al país deudor y terminarían recibiendo menores pagos que de acceder a una condonación. Sin embargo, la teoría indica que la reducción de la deuda por este camino enfrenta una complicación: cada banco individual busca minimizar sus pérdidas esperando que los demás perdonen lo suficiente como para no tener que hacerlo con las propias obligaciones.

Es el llamado problema del free-rider, que resulta difícil de resolver cuando no existe un síndico de quiebra que asegure que cada acreedor participe por igual en la reducción de la deuda. También la refinanciación de la deuda está expuesta a tal inconveniente, siendo que en este caso cualquier acreedor individual estará mejor si no presta más al país moroso y deja que los demás tengan que hacerlo para que el deudor no entre en cesación de pagos.

Una vez comprendida la base teórica del problema del endeudamiento excesivo y las opciones para tratarlo, se buscará evidencia empírica sobre su aplicación. En particular se considerará cómo se fueron incorporando los países latinos al Plan Brady y, finalmente, se analizará el modo en que nuestro país ingresó al programa y hasta qué punto sirvió para aliviar el peso de la deuda soberana argentina.

II. El Plan Baker

La resolución del problema del endeudamiento externo de los países en desarrollo requería de la combinación de dos acciones primordiales: recortar el gasto doméstico para poder servir parte de la deuda y renegociar las condiciones de los préstamos para alivianar el peso de las obligaciones. No obstante, la dificultad para alcanzar dicha solución residía en que la presión de los acreedores sobre los deudores había generado grandes superávits comerciales en varios países, pero al costo de su colapso económico, la detención de su crecimiento o la caída en hiperinflación.

Con la declaración de moratoria unilateral de la deuda externa mexicana, los acreedores internacionales comprendieron que sería arduo recuperar el dinero prestado, por lo cual cortaron el financiamiento e intentaron canjear los títulos de deuda por activos reales en los países endeudados. Los organismos internacionales mediaron entre ambas partes para que se cumplieran los contratos sin poner en riesgo el funcionamiento del mercado financiero internacional y, a la vez, fueron los únicos que suministraron fondos frescos.

Recién a mediados de los '80 se comenzó a reconocer que los países en desarrollo sólo podrían servir sus deudas si lograban un mayor crecimiento económico, para lo cual se requerían nuevos créditos. En octubre de 1985 el secretario del Tesoro estadounidense, James Baker, lanzó un plan que proponía pasar de un financiamiento mínimo obligatorio a uno más liberal y voluntario, demandando de los distintos actores involucrados los siguientes comportamientos:

- los países deudores debían llevar a cabo programas de ajuste estructural, particularmente en los sectores de bienes transables;
- la banca comercial acreedora tenía que aportar fondos adicionales;
- los organismos internacionales de crédito (especialmente el Banco Mundial) debían financiar aquellos proyectos que permitieran el crecimiento sostenido y la recuperación de la capacidad de pago de las naciones endeudadas.

A pesar de que los acreedores se oponían a recortes de deuda, permitían las renegociaciones y los diferimientos de pagos. De todas maneras, la estrategia no logró que se reanudara el pago total de los servicios ni que se recuperara el “normal” acceso a los mercados internacionales de crédito. El plan fracasó, en parte, porque los bancos acreedores restringieron sus aportes y, en parte, por la falta de incentivos suficientes como para que ofrecieran dinero extra.

Ello obligó a los organismos internacionales a proveer la liquidez necesaria para cubrir la brecha financiera externa negativa en los países endeudados. En consecuencia, se fue modificando la composición de la deuda, al aumentar las obligaciones no refinanciables con aquellos organismos y disminuir los compromisos refinanciables con los bancos comerciales. A su vez, los bancos europeos aprovecharon para desprenderse de sus tenencias de deuda latina, que se concentraron entonces en los bancos norteamericanos.

Como la crisis siguió sin resolverse, se plantearon varias sugerencias que compartían los siguientes principios: reducir la carga de la deuda; decidir la magnitud de dicho recorte analizando caso por caso; conceder el alivio sólo a aquellas economías dispuestas a aplicar programas con reformas políticas y bajo supervisión internacional; y dar a los bancos protección (en forma de garantías sobre la nueva deuda, suministradas por los acreedores oficiales y por el deudor) contra pérdidas futuras a cambio de que aceptaran una reducción negociada de la deuda.

III. El Plan Brady

Éste representó un nuevo tratamiento para la deuda externa, al contemplar la necesidad de reducirla debido al reconocimiento de que su pago íntegro estaba fuera del alcance de los deudores. La particularidad del programa, presentado en marzo de 1989 por Nicholas Brady -secretario del Tesoro de Estados Unidos-, residía en que por primera vez la banca acreedora aceptaba parte de los costos del endeudamiento.

La iniciativa resultó novedosa con respecto al Plan Baker en algunos aspectos pero también mantuvo ciertos principios vigentes en el plan anterior. En cuanto a las innovaciones introducidas, se destacan:

- el compromiso de asignar recursos públicos para estimular la disminución de la deuda y su servicio. En especial, el sector oficial internacional debía “presionar” a los bancos para que participaran en las reestructuraciones y aceptaran las pérdidas derivadas.
- el cambio de rol del FMI, que dejaría de “velar por el buen comportamiento” de los países deudores frente a la banca. Concretamente, se recomendaba que este organismo abandonase la práctica de condicionar la aprobación de los programas o de su financiamiento a la previa renegociación entre los países y la banca comercial.
- la propuesta de que los países donde se ubicaban los bancos acreedores modificaran sus regulaciones impositivas, contables y bancarias para favorecer la reducción de deuda. Por ejemplo, el gobierno de Japón se mostró dispuesto a otorgar beneficios impositivos a los bancos que aceptaran participar en las operaciones de reducción de deuda.

Por otra parte, se conservaba la idea de que los acuerdos de reducción de deuda debían ser voluntarios, negociarse caso por caso y basarse en operaciones sancionadas por el mercado. También, el apoyo institucional y el acceso a los fondos públicos seguirían estando supeditados al desempeño macroeconómico de los países deudores. Al respecto, se destacaba la necesidad de aplicar reformas que fomentaran la inversión y el ahorro internos y ayudaran a promover el retorno de capitales².

En el plan se fortalecía el papel del Fondo Monetario y del Banco Mundial, que mediante sus políticas crediticias debían apoyar la reducción de la deuda. El mecanismo consistía en que el país deudor presentara a los bancos un “menú de opciones” entre las que podían elegir. Se propusieron las siguientes alternativas:

- ✓ Recompra directa de deuda (buybacks), donde el deudor utiliza fondos propios (reservas) o externos (de organismos financieros) para recomprar sus títulos de deuda con descuento en el mercado secundario.
- ✓ Canje de deuda vieja por deuda nueva (debt swaps o securitización) con reducción del capital y/o de los intereses; a cambio se otorgan garantías sobre la deuda nueva para que resulte más atractiva que la existente.
- ✓ Canje de deuda por activos (debt equity swaps), que consiste en cambiar bonos por moneda nacional para realizar nuevas inversiones o adquirir activos ya existentes (por ejemplo, privatización de empresas estatales).

² Más adelante, el economista inglés John Williamson recopiló en un compendio las reformas que debían realizarse en América Latina, según lo expuesto en un seminario del Intitute for Internacional Economics realizado en noviembre de 1989. Ese documento, conocido como el Consenso de Washington, tenía el apoyo de los organismos multilaterales y del gobierno de EEUU, e incluía ajustes fiscales y reformas para dar más protagonismo al mercado.

IV. Marco teórico

El problema de la sobrecarga de deuda se define por la existencia de un stock de deuda “heredada” que es lo suficientemente grande como para que los acreedores no esperen cobrar íntegramente el monto de los préstamos concedidos (capital más intereses correspondientes). En vista de ello, la parte acreedora tiene dos opciones: refinanciar la deuda volviendo a prestar lo necesario, o perdonar una parte de la misma perdiendo algo a cambio de la seguridad de recuperar el resto.

Si bien cada alternativa tiene sus propias características, comparten el hecho de enfrentarse al problema del free-rider, que se presenta cuando los intereses individuales de los acreedores no coinciden con los intereses colectivos. Cada acreedor esperará que los demás tomen la determinación de represtar o condonar parte de la deuda, a fin de eludir las pérdidas derivadas de cualquiera de estas acciones.

Pero si no se toma ninguna medida es probable que el país sobreendeudado caiga en default, lo cual representaría un costo mucho mayor. Todo acreedor querrá evitar tal riesgo, por lo tanto tendrá que actuar en coordinación con el resto para aliviar la carga de las obligaciones. Es decir, será preferible perder algo en vez de perder todo, y para ello habrá que dejar de lado la idea de actuar aisladamente.

Los países disponen de un flujo potencial de recursos que podrán utilizar para servir sus compromisos. No obstante, se plantea una puja entre el país deudor, que tratará de minimizar la transferencia de recursos, y los acreedores, que buscarán obtener el máximo posible. El problema de la sobrecarga de deuda ocurre cuando el valor actual de la corriente de transferencias potenciales de recursos es inferior al monto adeudado.

Para analizar la decisión de los acreedores de aportar fondos frescos, tomemos un modelo simple de dos períodos y supongamos que el país hereda una deuda D , que intentará honrar en el primer período mediante transferencias de recursos (x_1). Si esto no es suficiente, deberá tomar nuevos préstamos por un monto $(D-x_1)$, que a su vez pagará transfiriendo más recursos en el segundo período.

Como estamos en un mundo con incertidumbre³, el flujo de transferencias en dicho período tomará sólo dos valores:

- x_g en un escenario favorable (good case), donde sea posible que la deuda se pague completamente;
- x_b en un escenario desfavorable (bad case), cuando suceda lo contrario, es decir, si el valor actual de la corriente de transferencias no alcanza a cubrir la deuda D .

Siendo p la probabilidad de que ocurra el caso favorable y llamando i al costo de oportunidad de prestar los fondos en los mercados mundiales, los prestamistas estarán dispuestos a ofrecer voluntariamente dinero extra siempre que se cumpla que:

$$\frac{p \cdot x_g + (1 - p) \cdot x_b}{(1 + i)} > D - x_1$$

Esto significa que el valor actual de la transferencia en el segundo período debe ser suficiente como para pagar el importe del nuevo préstamo. Si esta condición no se satisface, la deuda inicial no podrá servirse porque los recursos disponibles no

³ Si no existiera incertidumbre, los flujos de transferencias se conocerían de antemano en todos los períodos y los acreedores estarían dispuestos a prestar nuevamente siempre que el valor actual de las transferencias excediera el valor de la deuda original.

alcanzarán y tampoco será posible contar con financiación adicional. En ese caso, podría llegarse al límite de la declaración de cesación de pagos.

Para impedirlo, los acreedores podrían prestar lo necesario para evitar un default en el primer período y dejar los cálculos para el segundo período, o acordar una reducción de la deuda. La decisión de condonar la deuda toma en consideración los incentivos del país deudor.

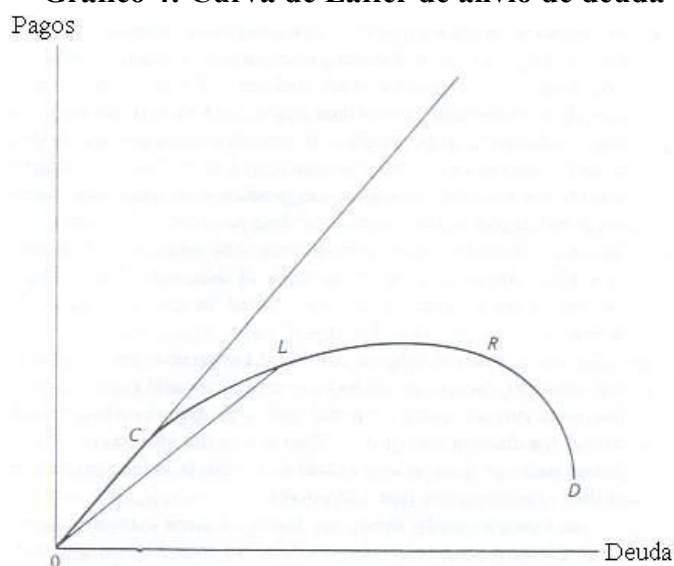
De hecho, cuando la carga de la deuda sea demasiado pesada el país no estará dispuesto a esforzarse por pagar si únicamente se beneficiarán los acreedores. Todo lo que el país puede hacer para afectar su capacidad futura de generar transferencias de recursos (por ejemplo, las inversiones o las medidas de política fiscal) se engloba bajo el concepto de “esfuerzo de ajuste”. Los acreedores aceptarán quitas en las obligaciones si ello incentiva al país a realizar el mayor esfuerzo de ajuste posible.

Para el país endeudado, los compromisos que exceden la capacidad de pago actúan como un impuesto marginal que lo desanima a esforzarse por dos motivos. En primer lugar, ya se ha visto que el gobierno no querrá tomar medidas dolorosas que mejoren la performance económica sabiendo que de ello sólo sacarán provecho los acreedores. En segundo lugar, la sobrecarga de deuda pesa sobre los residentes nacionales del mismo modo que un impuesto sobre el capital, desincentivando la inversión.

El repago potencial no es independiente de la carga de deuda. Cuanto más alta sea ésta, mayor será la probabilidad de incumplimiento y, por lo tanto, el descuento subjetivo en la deuda. Si el monto de obligaciones es grande, aumentos adicionales determinarán un menor valor esperado de los pagos. Ahora veamos en términos gráficos cómo el sobreendeudamiento se asemeja a un impuesto.

En la siguiente figura se exponen, en el eje de las abscisas, el valor nominal de la deuda y, en el eje de las ordenadas, los pagos realmente esperados. A bajos niveles de deuda se espera que el repago sea completo, de modo que el resultado se encontrará sobre la línea de 45°. A medida que la deuda se incrementa, el pago esperado traza una curva que disminuye crecientemente por debajo de la recta.

Gráfico 4: Curva de Laffer de alivio de deuda



Fuente: Krugman, P. (1993)

En un punto como L, el ratio de pago esperado a deuda nominal se mide por la pendiente del rayo que parte desde el origen. Si se ignoran el riesgo y los costos de transacción, puede tomarse esta medida como una aproximación al precio de la deuda en el mercado secundario. Aunque niveles de deuda por encima del punto C se asocien a menores precios, el valor de la deuda aumenta al principio.

Cuando la deuda alcanza valores muy altos, la curva comienza a caer. En un punto como R a los acreedores les convendría reducir sus reclamos y pasar parte del descuento secundario al deudor, pues predominan los efectos de incentivo generados por tal reducción de deuda.

La curva trazada recibe el nombre de “curva de Laffer de alivio de deuda”, ya que los acreedores a veces pueden incrementar el valor de los pagos esperados perdonando parte de la deuda, según la situación de donde se parte. Los argumentos que señalan que el alivio de la deuda es beneficioso para ambas partes corresponden a países que se encuentran ubicados en el lado incorrecto de la curva (esto es, aquellos que están altamente endeudados -más allá del punto R- y tienen gobiernos débiles).

Existen diversos esquemas de reducción de deuda, siendo dignos de mención los siguientes:

- Recompra de deuda en el mercado secundario (buyback)

El efecto de esta operación es reducir el pago total esperado por los acreedores y por tanto cae también el precio de la deuda en el mercado secundario. La razón es que la recompra disminuye la contribución neta del país en el escenario favorable (cuando podría pagar toda la deuda), mientras que no tiene efectos en el escenario desfavorable (cuando el país paga lo que puede). O sea que el país gana a expensas de los acreedores.

La única manera de revertir este resultado es que la recompra mejore la capacidad de pago por un monto suficiente como para compensar a los acreedores por la pérdida de sus derechos a compartir la buena fortuna en un escenario favorable. En ese caso funcionan los efectos de incentivo. Pero como esta condición coincide con la necesaria para que los acreedores acepten condonar parte de la deuda, aquéllos sólo permitirán la recompra cuando el deudor se encuentre en el lado equivocado de la curva de Laffer de alivio de deuda.

Con todo, la cuestión clave es de dónde proviene el dinero para la recompra. Una recompra financiada con el efectivo donado por una tercer parte (por ejemplo el Banco Mundial) provocará un aumento en el precio secundario de la deuda restante, que tendrá una mayor probabilidad de ser servida, y una reducción de los pagos que el país espera hacer en ambos escenarios. No obstante, mucho del beneficio irá a los acreedores -más que al deudor-, pues recibirán el valor total de la deuda (algunos porque la vendieron al Banco Mundial y otros porque la deuda reducida puede ser pagada completamente).

Por otra parte, los efectos de una recompra auto-financiada dependen del grado de apropiabilidad, es decir, de cuánto de un cambio marginal en los recursos del país pueden apropiarse los acreedores. Con apropiabilidad casi nula (cuando los pagos son bastante independientes de los recursos), la recompra actúa como si fuera financiada externamente. En cambio, si hay casi apropiabilidad total (si los acreedores toman del país tanto como éste puede pagar), la recompra domésticamente financiada tiene consecuencias similares a que si se financiara con emisión de deuda.

- Securitización o canje de deuda (debt swap)

Consiste en que un país emita nueva deuda en forma de bonos que se venden en efectivo para hacer recompras en el mercado secundario, o que son directamente intercambiados por deuda vieja. A diferencia de la opción anterior, si la deuda nueva se vende a un descuento menor que el de la deuda existente, se logra reducir el endeudamiento sin gastar reservas.

Pero este esquema sólo funciona cuando la deuda nueva sea “mejor” a la existente, esto significa que tenga prioridad de pago (de lo contrario enfrentaría la misma probabilidad de incumplimiento y el mismo descuento, sin posibilidades de reducción de la carga). Ello requiere que el pago de intereses o del principal de los nuevos bonos esté total o parcialmente garantizado. Por ejemplo, el Banco Mundial podría financiar la adquisición de valores que el país depositaría en garantía sobre la nueva deuda⁴.

De todas maneras, aunque fuera posible establecer que los nuevos bonos son “superiores” (senior) a los viejos, para mejorar a los acreedores es necesario que la probabilidad del escenario favorable sea suficiente como para compensarlos por la pérdida de sus derechos a compartir la buena fortuna en caso de mantener sus reclamos. Es decir que, como se estableció anteriormente, la reducción de deuda beneficiará a los acreedores únicamente si el deudor está ubicado en el lado equivocado de la curva de Laffer de alivio de deuda.

- Canjes de deuda por activos (debt-equity swaps)

Se trata de acuerdos en los cuales los acreedores venden la deuda con descuento a cambio de moneda local que deben invertir. Tienen la ventaja de mejorar la balanza de pagos -al fomentar las exportaciones y sustituir las importaciones- y pueden usarse para adquirir participación en una empresa, ampliar una planta, optimizar el equipo, aumentar la liquidez, etc.

Aunque se cree que esta operación sirve a la vez de fuente de flujos de capital y para cancelar obligaciones externas, ninguna de las dos cosas ocurre. No hay influjo de capital pues es la propia deuda la que se presenta en el Banco Central. Tampoco se da una cancelación de obligaciones, ya que los inversores extranjeros adquieren un reclamo sobre la corriente de ganancias futuras repatriadas en reemplazo del reclamo previo sobre los servicios de la deuda.

Dado que se cambia una nueva forma de compromiso por la deuda existente, estos canjes son un tipo de securitización. Sin embargo, como los activos involucrados son muy distintos, deben hacerse ciertas consideraciones que no aparecen en los esquemas de securitización propiamente dicha.

En primer lugar, el canje debería tener efectos favorables en el “timing” de pago de las obligaciones. Mientras que la reprogramación de la deuda exige una corriente de pagos constante en términos nominales, el reclamo de capital provee una corriente de ganancias repatriadas que aumenta a través del tiempo con el crecimiento y la inflación mundial.

En segundo lugar, el canje puede -en la práctica- empeorar la posición de intercambio con el exterior. El caso más extremo es el llamado “round-tripping”, que ocurre cuando el inversor luego del canje vende el activo y retira los ingresos del país. De esta manera

⁴ Williamson propone que las garantías parciales del Banco Mundial se utilicen para dar superioridad a la deuda, pues los países estarán menos dispuestos a entrar en default con los organismos internacionales que con los acreedores privados.

el canje termina siendo en realidad una recompra de deuda con reservas en el mercado secundario, probablemente a un valor menor que el descuento total.

Finalmente, el canje puede consumir reservas internacionales incluso sin que se dé round-tripping. Para explicar esto tomemos el ejemplo de una firma extranjera que usa el canje para hacer una inversión que de todos modos llevaría a cabo. Si invierte sin entrar en el canje, debe traer reservas para cambiar por moneda local. Al contrario, si hace el canje, no habrá influjo de reservas sino que el Banco Central usará algunas reservas propias para comprar la deuda. En la práctica, los canjes de deuda por activos terminan siendo una mezcla de securitización y recompra.

No obstante, en sus efectos fiscales la securitización involucrada en estos canjes es diferente a la securitización directa. En este último caso el gobierno ofrece nuevos activos a cambio de la deuda vieja, en tanto que en el canje se ofrecen activos del sector privado. El gobierno debe proveer la moneda local con la cual comprar los activos y esa emisión será inflacionaria, salvo que se compense con préstamos domésticos (en cuyo caso la contraparte del canje sería un cambio de deuda externa por deuda interna).

En conclusión, el canje de deuda por activos puede resultar favorable para el deudor en el aspecto financiero pero las consecuencias fiscales tenderán a empeorar su solvencia. Para los acreedores, los efectos del canje dependen de la posición en que se ubique el deudor en la curva de Laffer de alivio de deuda.

V. Aplicación del Plan Brady en los países latinos

Uno de los primeros pasos en la instrumentación de la propuesta Brady fue el anuncio de destinar cerca de U\$S 30.000 millones -aportados el 80% por el Fondo Monetario y el Banco Mundial⁵, y el resto por el gobierno japonés- para apoyar la reducción de deuda o de su servicio. Estos recursos -que podían usarse para la recompra de deuda o como garantía del principal o de los intereses de los nuevos bonos- debían repartirse entre los 39 países que en principio podían participar en el plan y que en conjunto tenían una deuda pública bancaria de casi U\$S 280.000 millones.

Los tres primeros acuerdos firmados con los correspondientes comités asesores de bancos fueron los de México, Filipinas y Costa Rica en julio, agosto y noviembre de 1989, respectivamente. En general, los factores que influyeron en la determinación del descuento fueron el valor de la deuda en el mercado secundario y la disponibilidad de recursos para ofrecer en garantía.

Así, México obtuvo un descuento nominal del 35%, en tanto que para Filipinas fue del 50% y para Costa Rica, del 84%. Sin embargo, antes de formarse una idea completa de las diferencias en los acuerdos de estos tres países hay que considerar el monto de deuda sobre el que se aplicó el descuento. Mientras que en Costa Rica casi el 60% de la deuda estaba sujeta a descuento, para México y Filipinas los porcentajes afectados caían al 30% y 10% [Devlin y Lustig, 1990].

México fue el primer país de Latinoamérica en celebrar un acuerdo en el marco del Plan Brady, que incluía las opciones de canje de deuda vieja por deuda nueva, obtención de nuevos préstamos y conversión de deuda en capital. Para promover el canje por deuda nueva se dispuso de fondos -provenientes de los organismos internacionales, de Japón y

⁵ Del financiamiento otorgado por estos organismos, sólo una parte estaría conformado por dinero adicional, ya que aproximadamente el 50% sería deducido de los préstamos recibidos por los países deudores.

de reservas propias- que podían usarse parcialmente como garantía del principal o de los intereses de la deuda reestructurada. Además, se incorporó una “cláusula de recaptura” cuya aplicación se vincularía al nivel del precio de petróleo a partir de 1996⁶.

Filipinas fue el primer país en concretar formalmente la reducción de deuda bancaria en el marco del Brady, al llevar a cabo una operación de recompra a principios de enero de 1990. Sin embargo, el convenio alcanzado era poco representativo de los principios del plan, pues su resultado neto significaba un ligero aumento de la deuda nominal total, así como una leve reducción de intereses⁷.

Por su parte, las negociaciones entre Costa Rica y la banca acreedora se realizaron mucho tiempo después de la moratoria parcial, declarada en 1986. Pese a esto, el país gozó de la ventaja de tener una menor presión para reducir la deuda debido al buen manejo de la moratoria, que se dio en el marco de un programa económico coherente respaldado por el FMI. El gobierno ofreció a los bancos solamente la posibilidad de vender al país lo que se le adeudaba⁸, excluyendo la opción de otorgar nuevos préstamos.

La deuda remanente luego de la recompra se eliminaba con un pago parcial al contado y la reprogramación del saldo (sin período de gracia). Los bonos gozaban de una cláusula de recaptura por la cual los bancos tenían el derecho a pagos adicionales cuando el PBI doméstico excediera 120% del nivel de 1989 en términos reales. Pero dichos pagos no podían exceder en un año el 4% del valor total de los bonos y de los préstamos relacionados con la reprogramación de los intereses atrasados.

En el siguiente cuadro aparecen los distintos países de Latinoamérica que fueron entrando al Plan Brady durante la década del ‘90, el peso de sus deudas en términos del PBI, el monto a reestructurar y los resultados del proceso. El caso particular de Argentina se estudiará más detalladamente en el próximo apartado.

Cuadro 8: La implementación del Plan Brady en América Latina

País	Deuda/PBI (%)	Deuda elegible (en mill. de U\$S)	Recorte de deuda (en mill. de U\$S)
Venezuela (1990)	77,5	19.700	1.920
Uruguay (1991)	49,3	1.610	630
Brasil (1992)	30,4	40.600	4.970
Ecuador (1996)	104,0	4.520	1.180
Perú (1997)	53,3	8.500	3.900

Fuente: Elaboración propia basada en datos de Bruno, E. (2004)

⁶ Se estipulaba que el 30% de los ingresos adicionales obtenidos de la exportación de petróleo si el precio del barril superaba los U\$S 14 sería destinado a los bancos que aceptaran el canje de deuda vieja por nueva. Pero ese monto no podía exceder el 3% anual del valor nominal de la deuda cambiada por bonos en el momento del cambio.

⁷ La recompra de U\$S 1.300 millones se financiaba con U\$S 650 millones de préstamos oficiales y U\$S 712,5 millones de nuevos recursos. Además, la reducción de deuda ahorra al país U\$S 54 millones de pagos anuales de intereses, pero los préstamos oficiales aumentaban dicha carga en U\$S 52 millones.

⁸ Los bancos que vendieran 60% o más de su cartera podían canjear el resto de la deuda por un bono con garantía y a una tasa fija de interés por debajo del mercado. Al contrario, los bancos que vendieran menos de dicho porcentaje recibían bonos a mayor plazo, sin garantías y a una tasa fijada al nivel de mercado.

VI. Argentina ingresa al Plan Brady

A poco de asumir en julio de 1989, el gobierno de Carlos Menem reinició las negociaciones con el FMI para llegar a nuevos acuerdos con los bancos acreedores a fin de levantar el default. Sin embargo, las actitudes de la banca y del Fondo fueron bien opuestas. Aquélla aceptó a volver a negociar, aunque sin ningún compromiso firme. En cambio, el FMI accedió rápidamente a acordar con el gobierno, cosa que se concretó hacia fin de año.

La estrategia del gobierno respecto de la deuda externa en default (“de hecho”, pues los bancos no lo habían declarado formalmente) fue buscar una solución de largo plazo, siguiendo los principios del mercado. El objetivo principal era incorporarse al Plan Brady, que ya había sido implementado en México y Venezuela. A fines de 1991, Argentina intensificó su presión y logró que los bancos (aproximadamente 500) se comprometieran a iniciar las negociaciones formales bajo ese programa.

El FMI demostró su apoyo al otorgar en marzo de 1992 un crédito de facilidades ampliadas por U\$S 3.000 millones, pagadero periódicamente y sujeto al cumplimiento de ciertas condiciones. En abril el país llegó a un acuerdo con su Comité de Bancos Acreedores sobre la deuda externa en el marco de la iniciativa Brady y para mediados de año gran parte de los acreedores ya había seleccionado entre los bonos ofrecidos.

El monto de la deuda elegible para el canje al 31/12/92 era de U\$S 27.594, distribuidos del siguiente modo: U\$S 19.285 millones en concepto de capital y U\$S 8.309 millones por intereses en mora. En abril de 1993 se produjo el canje definitivo de los títulos de deuda a mediano y largo plazo por bonos Brady, de diversos tipos:

- bonos a la par, emitidos por el 100% del monto nominal adeudado pero con descuento en los intereses, fijándose una tasa anual creciente para los primeros seis años (del 4% en el primer año; 4,25% en el segundo; 5% en el tercero; 5,25% en el cuarto; 5,5% en el quinto y 5,75% en el sexto) y del 6% desde el séptimo año. El principal se cancelaba de una vez a los 30 años, los intereses se amortizaban semestralmente y la garantía era por el total del capital con bonos cupón cero del Tesoro de EEUU⁹;
- bonos con descuento del 35% del valor nominal del capital, a una tasa de interés equivalente a la LIBOR más 13/16%. Al igual que para los bonos par, el principal era de una única amortización al final del año 30 y los intereses tenían cancelaciones semestrales. El interés correspondiente a 12 meses se garantizaba con títulos del Tesoro de EEUU;
- en cuanto a los intereses atrasados, se acordó un pago de U\$S 400 millones en efectivo, se ofrecieron bonos cupón cero de EEUU por U\$S 300 millones y por el resto se emitieron bonos argentinos a tasa flotante (LIBOR más 13/16%), en dólares, a 12 años de plazo con 3 de gracia.

Al principio, los bancos se inclinaron mayoritariamente hacia los bonos par, lo cual encarecía la operación para nuestro país al necesitarse una mayor cantidad de títulos de EEUU como garantía. Pero luego de varias negociaciones, los bancos accedieron a aceptar más bonos con descuento de lo que requerían inicialmente, resultando la siguiente distribución:

⁹ Los bonos cupón cero no pagan intereses a lo largo de su duración sino que, junto con el capital, se cancelan totalmente al final del período. Para que dichos títulos actuasen como garantía, del principal o de los intereses, los mismos se depositaban en una cuenta de un banco del exterior. Los fondos para su suscripción fueron aportados por el Banco Mundial, el FMI, el BID y el gobierno de Japón.

Cuadro 9: Composición final del canje de 1992

Tipo de deuda	mill. de U\$S	%
Bonos a la par	12.662	51,5
Bonos con descuento	4.305	17,5
Atrasos de intereses	7.609	31

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Maia, J. L. (1993)

Luego del canje la deuda bancaria total se redujo a U\$S 24.576 millones, de los cuales se descontaron en concepto de garantías U\$S 3.058 millones¹⁰, quedando así una deuda neta de aproximadamente U\$S 21.500 millones. El capital refinanciable se logró recortar en casi U\$S 6.500 millones (cerca de un 34%), monto que comprende una reducción inmediata de U\$S 2.300 -por el 35% de la quita en los bonos con descuento- y una reducción implícita¹¹ de U\$S 4.200 -por el escalonamiento de las tasa de interés de los bonos a la par-.

Sin importar las estimaciones de tasas de interés que se hayan utilizado como tasas de descuento de los bonos a la par, las disminuciones de deuda resultan inferiores (33%) a la quita del 35% de los bonos con descuento. No obstante, los bonos a la par no sólo tienen la ventaja de tasas de interés menores a las esperadas en el plazo de 30 años sino que también proporcionan un seguro contra las fluctuaciones en dichas tasas, que permanecen fijas.

Al comparar con otros acuerdos celebrados en el marco del Brady se puede notar que existió cierta preferencia en términos financieros para Argentina. Por ejemplo, los bonos con descuento venezolanos tenían una quita de sólo el 30% del capital y los bonos mexicanos tenían el mismo descuento que los argentinos pero otorgaban garantías de intereses por un plazo mayor (18 meses). Tal preferencia por el acuerdo argentino se refleja en el hecho de que, siendo la capacidad de pago similar, las condiciones más restrictivas de los otros acuerdos deberían haberse traducido en descuentos superiores.

También en relación con acuerdos celebrados posteriormente Argentina tuvo una posición más favorable. De hecho, el acuerdo alcanzado por Brasil no sólo resultó más complejo (los bancos acreedores podían optar entre seis alternativas) sino que incluso el escalonamiento de intereses se fijó a mayores tasas y se mantuvo un alto grado de incertidumbre en cuanto a la integración de garantías y a la reducción final de la deuda.

Pero lo más destacable para el gobierno era que la reestructuración de la deuda argentina permitía la normalización de las relaciones con los organismos multilaterales de crédito y así la reinserción en los mercados financieros internacionales. El entonces ministro de Economía, Domingo Cavallo, decía que con el ingreso al Plan Brady el país recuperaba “una institución económica fundamental: el crédito público”.

El propio Cavallo reconocía que había sido posible celebrar dicho acuerdo gracias a las reformas que se habían hecho y también porque las circunstancias internacionales en que se había negociado resultaron favorables, dada la disminución en la tasa de interés

¹⁰ Del costo de adquisición de las garantías correspondían U\$S 1.062 millones al colateral de los intereses y U\$S 1.996 millones al colateral del principal.

¹¹ Ésta disminución surge de la diferencia entre el valor nominal de los bonos y el valor actual obtenido al usar como tasas de descuento de los flujos de intereses a las tasas implícitas en las curvas de rendimiento de los bonos de largo plazo del Tesoro de EEUU y como tasa de descuento del principal a la tasa de interés implícita a 30 años.

de corto plazo. Al expresar el significado de la implementación de tal programa en términos de la transferencia de recursos, el ministro señalaba:

Para tener una idea clara, digamos que entre 1983 y 1990 se destinó el 4% del PBI al servicio de la deuda; a pesar de esto, seguíamos acumulando intereses atrasados y aumentando la deuda total. Ahora sabemos cuánto se debe, hemos logrado una reducción inicial de la deuda y tenemos programados servicios anuales que sólo representan el 2% del producto.¹²

Igualmente, fuera del gobierno se veía con buenos ojos la incorporación de Argentina al Brady. Por ejemplo, el ex ministro de Economía Lorenzo Sigaut creía que el acuerdo con la banca acreedora era importante porque terminaba con la incertidumbre. Por su parte, el ex secretario de Industria y Comercio del gobierno de Alfonsín (y hoy ministro de Economía), Roberto Lavagna, sostenía que el Plan Brady tenía dos componentes destacables:

“Por un lado, el compromiso del Estado a pagar sumas mayores que las que estaba abonando hasta ahora, cosa que hará a través de una mayor presión fiscal. Y por el otro, tiene un componente potencial porque al haberse ordenado la carpeta de crédito país a nivel internacional, la Argentina vuelve a tener la posibilidad de lograr financiación del exterior”.¹³

Sin embargo, haciendo un análisis ex-post se puede apreciar que aunque el Plan Brady funcionó como solución de la crisis de la deuda desatada desde los ‘80, no resultó suficiente como para terminar de una vez con la dinámica que lleva al endeudamiento excesivo. El gobierno actual reconoce que:

Si bien las perspectivas de recuperación de los países deudores mejoraron respecto a las estrategias anteriores, el acuerdo lejos estuvo de significar una solución permanente para la Argentina. Entrados los años noventa, se fueron sucediendo nuevas crisis en varias economías, incluyendo algunas que habían concertado reestructuraciones de deuda en el marco de la estrategia Brady. Es que las reducciones de deuda no resultaban en absoluto gratuitas, sino que se concedían a cambio garantías (“enhancements”) de la nueva deuda, otorgadas por las Instituciones Financieras Internacionales [Ministerio de Economía y Producción, 07/2004].

De hecho, se intercambiaba deuda no garantizada con los bancos privados por deuda parcialmente garantizada por los organismos internacionales y los gobiernos de algunos países desarrollados. Pero éste no fue el único cambio sucedido en la forma de endeudarse a partir de la reestructuración. En el próximo capítulo se analizará la evolución de la deuda soberana después del Brady.

¹² Extraído de un reportaje publicado en la revista *Novedades Económicas* (Mayo de 1992).

¹³ Citado en el artículo “Un análisis del ingreso argentino al Brady”, de la revista *Nuestros Bancos de Provincia* (Abril de 1992).

VII. Bibliografía

Bruno, Eugenio, *El default y la reestructuración de la deuda*, Argentina, Editorial Nueva Mayoría, 2004.

Cavallo, Domingo, “Con el Brady recuperamos el crédito público”, en *Novedades Económicas*, nº 137, mayo 1992, páginas 15-21.

Devlin Robert y Lustig Nora, “El Plan Brady, un año después”, en *Comercio Exterior*, vol. 40, nº 4, abril de 1990, páginas 295-302.

Ebenroth Thomas y Gándara Gabriela, “El Plan Brady y la negociación de la deuda mexicana”, en *Comercio Exterior*, vol. 40, nº 4, abril de 1990, páginas 303-308.

Gerchunoff Pablo y Llach Lucas, *El ciclo de la ilusión y el desencanto. Un siglo de políticas económicas argentinas*, 1º edición, Buenos Aires, Ariel, 2003.

Glusman, Diana, “Deuda externa: redefinición del problema y soluciones factibles”, Tesina de Grado, Facultad de Ciencias Económicas y Estadística de la Universidad Nacional de Rosario, 1996.

Krugman, Paul, *Currencias and crises*, Cambridge, MIT Press, 1993.

Lavagna Roberto y Sigaut Lorenzo, “Un análisis del ingreso argentino al Brady”, en *Nuestros Bancos de Provincia*, vol. 2, nº 16, abril de 1992, páginas 4-7.

Maia, José Luis, “El ingreso argentino al Plan Brady”, en *Boletín Informativo Techint*, nº 274, abril-junio 1993, páginas 57-68.

Neder, Enrique, “La deuda externa argentina y el Plan Brady”, en *Actualidad Económica IEF*, vol. 1, nº 6, enero de 1992, páginas 5-6.

Orsini, Germán, “Evolución de la deuda externa argentina durante el período 1991-2001”, Tesina de Grado, Facultad de Ciencias Económicas y Estadística de la Universidad Nacional de Rosario, 2003.

Sachs Jeffrey y Larraín Felipe, *Macroeconomía en la economía global*, 1º edición en español, México, Prentice Hall Hispanoamericana, 1994.

Tobar, Juan Carlos, *Notas sobre la estructura económica argentina*, Rosario, Ediciones Homo Sapiens, 1998.

Van Mameren, Adriana, “El ingreso al Plan Brady”, en *Novedades Económicas*, nº 137, mayo 1992, páginas 9-12.