

Interrogantes sobre la iniciativa Brady y el futuro de la crisis de la deuda externa

Mauricio Cabrera Galvis

No es posible pagar la totalidad de la deuda externa latinoamericana. Esta afirmación —que años atrás parecía circunscrita a círculos de oposición en los países latinoamericanos— hoy parece ser un consenso general reconocido y aceptado por el mismo secretario del tesoro de los Estados Unidos. Más aún, la iniciativa Brady es ante todo un intento de generar un nuevo ordenamiento institucional, un arreglo entre acreedores y deudores, que permita hacer frente a esta realidad incuestionable de manera tal que se preserve el consenso y se evite una ruptura en el sistema monetario y financiero internacional.

El hecho real que da origen al planteamiento del secretario Brady es la existencia y consolidación de un amplio mercado secundario de deuda externa de los países en desarrollo, donde las transacciones se realizan con significativos descuentos. Por supuesto, la iniciativa Brady no trata de dar legitimidad a unos precios específicos del mercado secundario —por lo demás volátiles y transitorios de acuerdo con las expectativas de los especuladores—, sino al hecho mismo de la existencia de un descuento en el valor de la deuda externa de los países en desarrollo. Es ampliamente conocido que el llamado “mercado secundario” de la deuda, más que un mercado en el senti-

do económico de la palabra, con plena información para todos los participantes y fijación de un precio único para los bienes transados, es una especie de “bazar” en el que cada transacción es diferente y depende de las necesidades particulares del comprador y el vendedor y de sus respectivos poderes de negociación.

Las propuestas de reducción de la deuda y de su servicio son consecuencia lógica de la forma como ha evolucionado la crisis de la deuda externa desde sus orígenes en la cesación de pagos de México en 1982. Pero no debe minimizarse el hecho de que el planteamiento de Brady representa un avance radical respecto de la posición oficial anterior, en el reconocimiento de la imposibilidad de pagar la totalidad de la deuda externa de los países en desarrollo, que es exactamente lo que significa el reconocer como válido un descuento en la cotización de esta deuda en el mercado secundario. Así mismo, el aceptar que este descuento puede y debe ser capturado directamente por los deudores y no solamente por terceros interesados en realizar significativas ganancias en operaciones financieras, significa nada menos que aceptar y dar legitimidad al hecho de que la deuda externa de estos países no puede ser pagada en su totalidad.

No obstante el reconocimiento explícito del secretario Brady de la realidad del descuento del mercado secundario de la deuda latinoamericana, y de la imposibilidad de que sea pagada en su totalidad, es largo todavía el camino que queda para recorrer antes de que estos planteamientos se conviertan en una realidad para todos los países; son también muchos los interrogantes que deben ser resueltos para que la iniciativa Brady pueda concretarse en una fórmula operativa aceptable para las distintas partes envueltas en la crisis. A continuación se presentan algunos de estos interrogantes.

1. ¿Es indispensable la modificación de las cláusulas de "prorrrateo" y "prenda negativa"?

En un estudio próximo a ser publicado, Luis Jorge Garay demuestra de una manera clara cómo la suspensión temporal de las cláusulas de "prorrrateo" (*sharing provision*) y "prenda negativa" (*negative pledge*) es no sólo un elemento esencial dentro de la lógica de la iniciativa Brady sino además el punto álgido a resolver si se quiere que esta iniciativa tenga éxito¹. A diferencia de los análisis periodísticos y políticos de la iniciativa Brady que se han concentrado en el problema relativamente secundario del monto de los recursos que se podrán canalizar hacia la reducción de la deuda, Garay se enfoca acertadamente hacia el núcleo mismo del problema: la ruptura de las prácticas del mercado y de la organización institucional y normativa vigente como elemento esencial para poder mantener el sistema financiero internacional y encontrar una salida a la crisis de la deuda externa.

Sin embargo, existe una especie de círculo vicioso del cual, a primera vista, parece difícil escapar. En efecto, la modificación de las cláusulas parece necesaria para poder mantener el carácter *voluntario* de la reducción, y al mismo tiempo eliminar la posibilidad de acción

de los bancos oportunistas que han sido uno de los principales obstáculos para el manejo de la estrategia frente a la crisis de la deuda hasta el presente. Al modificarse las cláusulas se eliminaría la posibilidad de veto que tienen estos bancos y se daría mayor flexibilidad a las propuestas de reducción de deuda.

El problema surge precisamente por cuanto para la modificación de las cláusulas desde el punto de vista contractual se requiere el consentimiento (*waiver*) del 100% de los bancos acreedores. Es decir, si uno de los bancos oportunistas no desea dar su consentimiento puede llegar a bloquear la modificación de las cláusulas. Más aún, es lógico que el comportamiento de estos bancos —que pueden ver disminuido su poder de veto en el proceso de negociación— será casi seguramente el de no dar su consentimiento para que se modifiquen las provisiones contractuales que le confieren este poder. En otras palabras, la modificación —así sea temporal— de las cláusulas de prorrrateo y prenda negativa, por las vías previstas en los contratos de crédito no parece factible, y para lograrla debería acudir a procedimientos de tipo político que "impongan" al conjunto de los acreedores estas modificaciones en aras del interés sistémico.

Afortunadamente, puede existir una salida diferente, que permita eliminar los problemas de los bancos "oportunistas" sin necesidad de recurrir a la modificación de los contratos de crédito en lo que se refiere a las cláusulas de prorrrateo y prenda negativa; en este sentido no sería necesario realizar las propuestas de la iniciativa Brady. El mecanismo operaría de la siguiente manera:

— El país deudor ofrece a todos sus acreedores la posibilidad de realizar un canje de la deuda vieja por un nuevo instrumento de deuda en condiciones más favorables para el deudor. Siempre y cuando este nuevo instrumento no conlleve garantías adicionales o prendas específicas a favor de los acreedores que aceptan realizar el canje, esto podría realizarse sin violación de los contratos de crédito actualmente vigentes.

¹ Jorge Luis Garay, "La iniciativa Brady en la evolución del tratamiento de la crisis de la deuda", que será publicado por FESCOL.

– Una vez realizada la conversión, se constituirían en la práctica dos grupos de acreedores diferentes: los de la deuda vieja que no aceptaron reducir el valor de sus acreencias y los de la deuda nueva que concedieron un descuento en valor presente al país deudor. Es perfectamente posible construir los nuevos contratos de crédito de manera que sean independientes de los antiguos.

– Sobre la base de esta independencia el país deudor puede establecer, sin violar ninguno de los contratos de crédito, condiciones de pago preferenciales para los acreedores que le concedieron el descuento, castigando así de manera efectiva a los bancos “oportunistas” que no quisieron colaborar en la reducción de la deuda.

Es evidente que una operación de este estilo requiere ante todo una decisión política, no sólo de parte del país deudor sino también de los gobiernos de los países acreedores, puesto que se trata en la práctica de encontrar una fórmula jurídica alternativa a la modificación de las cláusulas mencionadas, pero que sólo es posible implementarla si se cuenta con un claro acuerdo entre el deudor y la mayoría de los acreedores.

2. ¿Que no se pueda pagar la totalidad de la deuda implica que no se debe pagar toda la deuda?

Una vez aceptado el principio de la reducción de la deuda externa queda por determinar el punto crucial del monto de la reducción que puede y debe obtener cada uno de los países deudores. En teoría es muy fácil afirmar que el tamaño del descuento debe estar determinado por la capacidad de pago del deudor. Sin embargo, esta afirmación simple no resuelve dos problemas fundamentales: de una parte, quién determina la capacidad de pago de un país, y de otra cuál es la validez de los precios vigentes en el mercado secundario.

La determinación de la capacidad de pago de un deudor nos refiere al conocido tema del *peligro moral* en el manejo de la deuda externa, es decir en la tentación que tiene el país

deudor de aplicar políticas macroeconómicas “irresponsables” de manera que se vea deteriorada su capacidad de pago y así se pueda obtener un mayor descuento en el precio de su deuda. En el otro extremo, la validez de las cotizaciones vigentes en el mercado secundario también es cuestionable toda vez que sus fluctuaciones no corresponden a cambios en los aspectos fundamentales de las economías de los países deudores, sino en muchos casos al sentimiento de los especuladores o simplemente a variaciones marginales en la oferta o en la demanda del papel de un determinado país.

Un ejemplo hipotético puede ilustrar estos problemas: supóngase que un país, de acuerdo con sus condiciones económicas y las perspectivas de su balanza de pagos, tiene la capacidad para pagar el 60% de su deuda, pero por las condiciones específicas del mercado secundario ésta se cotiza tan sólo al 40%; en estas circunstancias cabe preguntarse a qué precio deben realizarse las operaciones de captura del descuento que quiera hacer este país.

Otro problema adicional relacionado con el “deber” de pagar la deuda es el conflicto político a que seguramente se verán abocados los “buenos” deudores que han realizado en el pasado esfuerzos por mantener al día el servicio de sus obligaciones externas. Mientras la diferencia con sus vecinos sea marginal – en el sentido de tener tasas de interés con un margen ligeramente superior, o períodos de gracia o plazos totales inferiores – es posible manejar la situación.

Sin embargo, cuando la disyuntiva se plantea entre pagar la totalidad de la deuda o un porcentaje (por ejemplo, un 60% ó 70%) de ésta, las presiones políticas internas dentro del país muy posiblemente conducirán al gobierno a adoptar esquemas de reducción de deuda, aunque en teoría pudiera llegar a pagar la totalidad. Si se concede el beneficio del descuento a cualquier país deudor, también debe concederse a aquellos países que han realizado el esfuerzo de honrar sus obligaciones puntualmente.

3. ¿Debe aplicarse algún descuento a los créditos de las entidades bilaterales y multilaterales?

Una de las principales objeciones de los bancos comerciales a planteamientos como los realizados por el secretario Brady, se refiere a la pretensión de las entidades multilaterales y bilaterales de que sus créditos sí deben continuar valiendo el 100%, mientras que los bancos comerciales deben aceptar una reducción sustancial en los suyos. Si el valor real de las acreencias de un país está dado por su capacidad de pago, no tendría ningún sentido que existan unos créditos que valgan más que otros, puesto que la capacidad de pago del país es la misma.

La respuesta que tradicionalmente se ha dado a esta objeción es que los bancos multilaterales y las entidades bilaterales sí están dispuestos a continuar otorgando créditos nuevos a los países en desarrollo, de manera que mantendrían un flujo neto de capitales positivo. Otra razón menos elegante pero posiblemente más realista, es que al reducirse una parte sustancial de la deuda de los países (la correspondiente a los bancos comerciales) se incrementa la probabilidad de los demás acreedores de obtener el repago de sus créditos, de manera que se justificaría mantener estos créditos al ciento por ciento de su valor.

El debate está lejos de ser resuelto y, seguramente, continuará siendo fuerte de tensiones al interior del bloque acreedor. Suponiendo que los argumentos aducidos por estas entidades sean ciertos, desde el punto de vista de los países deudores sólo tendría sentido mantener estos créditos valorados en el 100% en la medida en que se garantice que los flujos netos de capitales son positivos, es decir que los desembolsos de nuevos créditos son superiores a las amortizaciones de créditos concedidos en el pasado. Pero no es posible garantizar a priori que se vaya a tener en el futuro este nivel de desembolsos, por lo que pueden aparecer en algunos países problemas ya no conceptuales sino prácticos.

En efecto, la realidad de muchos países latinoamericanos es que no existen hoy día proyectos de gran tamaño que puedan generar una demanda de crédito de las entidades multilaterales y bilaterales tal que compense por las amortizaciones de los créditos otorgados en el pasado. Por consiguiente, solamente si estas entidades aceptan otorgar nuevas clases de créditos, no ligados directamente a proyectos, sería posible mantener flujos netos de capitales positivos. Ya se han empezado a dar pasos en esta dirección con los créditos "sectoriales" del Banco Mundial y los créditos libres otorgados al Eximbank del Japón. No obstante se trata de ensayos de nuevas políticas que han encontrado serias dificultades prácticas, las cuales deben ser resueltas si se quieren canalizar unos montos importantes de recursos de estas entidades hacia los países latinoamericanos.

4. ¿Existe la posibilidad de retornar el mercado voluntario de capitales después de haber negociado una reducción de la deuda vigente?

Las estrategias seguidas hasta ahora para el manejo de la crisis de la deuda tenían como objetivo explícito el retorno de los países deudores al mercado voluntario de capitales; inclusive la iniciativa Brady se plantea exactamente en la misma perspectiva y busca reducir la deuda con el fin de sanear una situación existente y permitir que en el futuro los países deudores retornen al mercado voluntario de capitales.

La realidad es muy distinta: cada vez es menor la posibilidad de que los países latinoamericanos tengan acceso a operaciones realmente voluntarias de crédito en el mercado internacional. Inclusive se tiene la impresión de que las menciones que todavía permanecen en las iniciativas más recientes sobre el retorno al mercado, son sólo reminiscencias de las estrategias pasadas sin que exista hoy día un verdadero plan que permita este retorno.

En esta perspectiva, si bien es cierto que una negociación orientada a reducir el valor de la

deuda es perjudicial para las perspectivas de un deudor, la verdad es que con reducción o sin reducción los países latinoamericanos no tendrán acceso a este mercado internacional de capitales en el futuro mediato. Por lo tanto, esta posible objeción debe simplemente dejarse de lado y aceptar que el mercado voluntario es tan sólo una meta inalcanzable para los países latinoamericanos en las condiciones actuales.

En relación con esta inquietud, ha sido planteada algunas veces otra pregunta interesante respecto de los eventuales beneficios de la captura del descuento: ¿Adquirir con descuento la deuda externa a unos bancos no será perjudicial en el mediano plazo para el país, toda vez que desaparecen posibles fuentes de financiamiento “forzado” que han sido usadas en el pasado? La respuesta es similar: si bien en el pasado se acudió a “forzar” a algunos bancos a otorgar créditos de balanza de pagos para los países deudores, y esta fuente de financiamiento se reduciría al eliminarse un grupo de acreedores, la verdad es que los créditos forzados que se consiguieron en el pasado escasamente equivalían a los pagos de intereses debidos a esos mismos bancos. En otras palabras si se logra una reducción significativa de la deuda, las necesidades de divisas en el futuro para atender el servicio serán menores, con lo cual la probabilidad de que se tenga que acudir de nuevo a financiamiento de tipo forzado será muy pequeña.

5. ¿Es posible implantar un *esquema obligatorio de reducción de deuda*?

A pesar del auge del mercado secundario de deuda externa, y de las buenas posibilidades que puede tener la oficialización de un esquema voluntario de reducción de deuda, la magnitud requerida en la reducción para resolver los problemas económicos de los países deudores y permitir de nuevo su crecimiento acelerado (que se calcula cercana al 50% del valor de la deuda) implica que no es posible desarrollar un mecanismo voluntario que constituya una respuesta definitiva a los problemas de la crisis de la deuda. Por lo tanto, la iniciativa Brady, si llega a consolidarse, será sola-

mente una etapa transitoria más en la evolución del proceso, y muy rápidamente deberá dar paso a una nueva fase que se caracterizará por la *obligatoriedad* de la participación de los acreedores en los mecanismos de reducción de la deuda. Las premisas de este análisis son válidas pero su conclusión está muy lejos de ser practicable.

La forma más sencilla de realizar una reducción de la deuda que incluya a todos los acreedores comerciales, sería a través de una agencia multilateral que pudiera unificar los descuentos para los distintos países, imponer condicionalidades macroeconómicas a los deudores, de manera que se minimice el peligro moral, y resolver las dificultades contractuales implícitas en los actuales acuerdos de préstamo. De hecho existen varias propuestas muy específicas sobre el funcionamiento de este tipo de agencia.

A pesar de la multitud de propuestas existentes, la verdad es que todavía existen grandes dificultades prácticas para la operatividad de un esquema de esta naturaleza, derivadas del hecho de necesitar un gran acuerdo político entre los gobiernos de los países industrializados y de los países en desarrollo, no sólo para aceptar la idea en sí misma sino para establecer las reglas de juego específicas que orientarían la acción concreta de agencias multilaterales orientadas a la captura del descuento. La experiencia muestra que todavía no existe la voluntad política para lograr este tipo de acuerdos en el corto plazo y por lo tanto podrían pasar varios años antes de que se llegara a poner en marcha una institución de esta naturaleza.

No por esto debe descartarse totalmente la posibilidad de llegar a la fase “obligatoria” de la reducción de la deuda con cierta rapidez. Si no se llega a un acuerdo entre países acreedores y deudores, y se rompe el consenso que ha caracterizado hasta ahora el manejo de la crisis, una acción *unilateral* de parte de los deudores –como, por ejemplo, suspensión generalizada de pago de los intereses o determinación de un monto máximo de las exportaciones que se dedicarán al servicio de la deuda,

por no citar sino algunos ejemplos-, tendría como consecuencia inmediata la implantación de un esquema obligatorio de reducción del servicio de la deuda. No se trata, por supuesto, de recomendar este tipo de acciones, sino tan sólo de señalar que si no se llega

a acuerdos de consenso, que benefician a todos los participantes, el deterioro de las condiciones sociales, económicas y políticas de los países deudores puede precipitar a soluciones subóptimas pero ineludibles desde el punto de vista político.

CUADERNOS DE ECONOMIA

Año 26

Abril 1989

Nº 77

AUTONOMIA DEL BANCO CENTRAL Análisis de una iniciativa

Introducción: Francisco Rosende R.

Abstract: Francisco Rosende R.

Una teoría sobre el monopolio estatal del dinero

Edgardo Barandiarán

Elementos para el diseño de un marco de análisis de la autonomía del Banco Central.

Francisco Rosende R.

¿Independencia o autonomía del Banco Central?

Jorge Marshall

Banco Central: autonomía para cautelar la estabilidad

Juan Andrés Fontaine

La función técnica y la función política del Banco Central: autonomía prenatal

Carlos Massad

Comentarios al proyecto de ley del Banco Central

José Pablo Arellano

La inserción institucional del Banco Central de Chile

Roberto Zahler

Control de cambios en países en desarrollo

Salvador Valdés

Análisis teórico y empírico de la autonomía del Banco Central

Blanca Bustamante, Valentín Carril

PRECIO SUSCRIPCION ANUAL (CUATRIMESTRAL), 1989

INSTITUCIONES

Chile

\$ 3.500

América Latina

US\$ 36 (incluye envío aéreo)

Europa y U.S.A.

US\$ 42 (incluye envío aéreo)

Enviar pedidos de suscripción y cheque o giro (libre de comisiones y gastos bancarios) a la orden de :

Instituto de Economía, Universidad Católica de Chile

Oficina de Publicaciones

Casilla 274-V, Correo 21

Santiago-Chile