



UN POCO DE HISTORIA: EL PLAN BRADY Y OTROS EJEMPLOS

Luis M. Linde
Técnico Comercial y Economista del Estado

RESUMEN EJECUTIVO

A lo largo de la década 1980-1990, el sistema bancario internacional, las instituciones financieras internacionales, principalmente, el FMI, y muchos gobiernos tuvieron que enfrentarse a una crisis de deuda soberana que se agrava y generaliza a partir del *default* declarado por México en agosto de 1982. Después de varios años (1982-1986) en los que, sin éxito, se intentó superar la crisis por medios tradicionales –nuevos calendarios de amortización, ajustes en el pago de intereses, más «dinero fresco» y programas de ajuste con ayuda del FMI– en el entendido de que la crisis podía tratarse como un problema de liquidez, se adoptó, a partir de 1987, un enfoque mucho más radical, inspirado, al menos parcialmente, en el acuerdo alcanzado ese año entre el gobierno mexicano y la Banca Morgan y que se formalizó en el plan anunciado en 1989 por el secretario del Tesoro norteamericano, Nicholas Brady.

El contenido fundamental del plan Brady era abrir una vía, apoyada por el gobierno de los Estados Unidos, el FMI, el Banco Mundial y otras instituciones financieras internacionales, para la cancelación de deudas externas soberanas (principalmente, préstamos bancarios formalizados en créditos sindicados) mediante canje de esos préstamos por bonos de nueva emisión («Bonos Brady» también llamados *exit bonds*), garantizados con bonos cupón cero del Tesoro norteamericano, con un descuento fijado a partir

de u orientado por el que se daba realmente en los mercados; de esta forma, los acreedores tendrían la posibilidad de movilizar posteriormente esos activos mediante la venta de los bonos obtenidos en el canje.

El plan Brady hizo posible que entre 1989 y 1995 se negociaran 190.000 millones de dólares, lográndose una reducción global de deuda externa de los países en dificultades de unos 60.000 millones.

Este enfoque de perdón de deuda, adoptado igualmente por el Club de París en su ámbito de actuación, las deudas oficiales bilaterales, venía a reconocer que no era realista esperar que los países deudores pudieran alcanzar el crecimiento económico suficiente para hacer posible la devolución de las deudas originales si no se adoptaba alguna vía de alivio de deuda.

Posteriormente, tras las sucesivas crisis de la segunda mitad de los años 90 –México, países de Asia del Sudeste (Tailandia, Malasia, Indonesia, Filipinas), Corea, Rusia, Turquía y Argentina– y la masiva utilización de bonos en lugar de créditos sindicados para la formalización de deudas soberanas, aparecieron propuestas, fundamentalmente, dos sentidos: 1) crear una nueva institución, ligada al FMI, pero con personalidad propia e independencia en su actuación del Fondo, para intervenir y facilitar las negociaciones de deuda entre acreedores y deudores en dificultades; y 2) introducir en los contratos de emisión de bonos soberanos «cláusulas de acción colectiva» que facilitarían, en su caso, alcanzar acuerdos



de reestructuración sin necesidad de obtener la unanimidad de los bonistas. La propuesta de creación de un nuevo mecanismo o institución para la resolución de crisis de deudas soberanas no tuvo, finalmente, éxito; sin embargo, las «cláusulas de acción colectiva» empezaron a utilizarse en 2003 (México) y, desde entonces, un buen número de emisores las han incluido en sus contratos de emisión.

En los años anteriores a la crisis financiera internacional que se inicia en 2007 se llevaron a cabo diversas reestructuraciones de deuda soberana, la principal y más compleja y conflictiva de las cuales fue la de Argentina, que afectó a la masa de deuda (principal e intereses) impagada tras el *default* de 2002.

Aunque algunos elementos son diferentes, los planes para resolver el problema de la deuda soberana griega se han diseñado, en lo esencial, siguiendo el esquema «Brady» tradicional, es decir, canjes que implican rebajas en el valor neto presente o en el nominal del stock de deuda, *buy-backs* o compras por el Gobierno griego en el mercado secundario de bonos a descuento, garantías de las amortizaciones de los bonos entregados en los canjes mediante carteras de bonos cupón cero de la máxima calidad crediticia mantenidas por el gobierno griego hasta su vencimiento y, desde luego apoyo del FMI reforzado por el apoyo de los países miembros de la Unión Monetaria.



Las crisis de deuda soberana han sido episodios repetidos en la historia financiera internacional. En un Documento del FMI publicado en 2005¹, se clasificaban las crisis de deuda externa en tres grupos: a) episodios de insolvencia (deuda e inflación altas o imposibilidad de renovación o refinanciación de la deuda); b) episodios de iliquidez (vencimientos excesivos de deuda a corto plazo en relación a las reservas exteriores de un país) y c) episodios de debilidad cambiaria y macroeconómica. La crisis de la deuda soberana griega que empieza a desarrollarse en 2009 presenta algunas características singulares. Es la primera de esa gravedad y magnitud en un país miembro de la Unión Monetaria Europea. Es una crisis de deuda externa porque los acreedores son, en parte, instituciones no residentes, pero no lo es, en el sentido tradicional, desde el punto de vista cambiario porque se trata de deudas denominadas en la moneda propia de Grecia, el euro. En ese sentido, no tiene precedentes, es una crisis «nueva»

Sin embargo, a pesar de todo, estamos, como les gusta decir a los norteamericanos, ante un *dejà-vu*. Los desequilibrios y los excesos fiscales que llevan a la quiebra de las finanzas públicas griegas muestran elementos comunes con los que se han dado en otras crisis soberanas. De los precedentes que podrían venir al caso, la crisis de deuda latinoamericana de los años 80 es, probablemente, el más interesante, porque de ella surgieron procedimientos y soluciones que se han venido utilizando desde entonces en otras crisis, tanto para deudas privadas, como públicas.

DEL ESTALLIDO DE LA CRISIS EN 1982 A 1986: GANAR TIEMPO

En agosto de 1982, México anunció que no podría amortizar vencimientos de deuda externa (préstamos a medio y corto plazo) por valor de unos 4.000 millones de dólares. En ese momen-

to, la deuda externa total de México se acercaba a los 90.000 millones de dólares, el doble que Argentina, que era el segundo deudor más importante de Latinoamérica (44.000 millones de dólares), y significaba el 30% de toda la deuda externa de Latinoamérica. Gran parte de esta deuda eran préstamos bancarios.

El origen de este endeudamiento de México (que sólo en 1981 pasó de 55.000 a 80.000 millones de dólares) estaba en la gran expansión económica impulsada, en parte, por el aumento en los ingresos petrolíferos a partir de la crisis energética iniciada en 1979. El detonante de las dificultades de pago de México fue la subida de tipos de interés del dólar, consecuencia de la política monetaria restrictiva puesta en vigor por la Reserva Federal a partir de 1979 (el tipo de los Fondos Federales alcanzó el 22% en julio de 1981) que, solapada con la crisis energética, provocó una fuerte desaceleración de la economía mundial en 1982.

México no era el único país latinoamericano con graves problemas de deuda externa a comienzo de la década de los 80. Bolivia y Costa Rica habían incurrido, a partir de 1981, en atrasos de intereses de préstamos bancarios y en 1982 habían iniciado negociaciones con los bancos acreedores para fijar nuevos calendarios de pago.

Al principio de esta crisis, el FMI y la banca internacional no contemplaban, el «perdón de deuda» que puede definirse como cualquier operación de modificación de los términos originales de un préstamo bancario o de un bono que signifique una disminución del valor descontado o valor neto presente de la nueva deuda en comparación con la original. Inicialmente, el FMI defendió que el problema tenía que enfrentarse por los países deudores mediante programas de ajuste fiscal y reformas que permitiesen estimular las entradas de capital para financiar inversiones y aumentar los ingresos por exportaciones. Esta posición, que era también, inicialmente, la del Tesoro norteamericano empezó a cambiar pronto, pero fue un cambio lento.

El tratamiento inicial del problema, aplicado en la práctica desde 1982 y formalizado en 1984-

¹ Paolo Manasse y Nouriel Roubini, «Rules of Thumb for Sovereign Debt Crises», WO/05/42.



85 por el FMI y la administración norteamericana, se suele designar como «Plan Baker», por su atribución a James Baker, entonces secretario del Tesoro. Consistía, en resumen, en que los países en dificultades aceptasen los planes de ajuste propuestos por el FMI, negociasen en el Club de París sus deudas oficiales bilaterales y negociasen nuevos calendarios de pagos con sus acreedores no oficiales, principalmente, bancos. En este enfoque, el volumen de la deuda externa no disminuía en términos nominales, pero sí en términos de valor neto presente pues se alargaban los plazos de amortización y aparecía una novedad, los «períodos de gracia», en los cuales el servicio de la deuda se limitaba al pago de intereses, aplazándose la amortización de los principales; todo esto se complementaba, además, con la aportación de algún volumen de «dinero fresco» en forma de mantenimiento por los bancos de líneas de crédito a corto plazo.

Sin embargo, entre 1982 y 1984 los ratios de deuda externa seguían empeorando para casi todos los países en dificultades, debido a que los tipos de interés reales sobre la deuda acumulada eran superiores a los tipos de crecimiento real de las respectivas economías. Por ejemplo, en el caso de México, la proporción de deuda externa a PIB que había alcanzado el 36% en 1982 (era sólo el 18% en 1980) llegó al 53% en 1986². En realidad, a partir de 1983 los flujos netos de financiación externa bancaria pasaron a ser negativos para ese conjunto de países.

En esa situación, los deudores iniciaron algunas acciones concertadas. Un grupo amplio de países latinoamericanos, que representaban más del 80% de la deuda externa latinoamericana, constituyó el que se denominó «Grupo de Cartagena» y celebró una primera reunión en enero de 1984, en Quito; en esta reunión se acordó la llamada «Declaración de Quito», en la que se pedía a los acreedores y las autoridades de sus países iniciar negociaciones para encontrar fórmulas que permitiesen poner un techo al servicio de la

deuda en proporción a los ingresos por exportaciones de cada país. Unos meses después elaboró el llamado «Consenso de Cartagena», que podía entenderse como un intento de formar una especie de «cartel de deudores». Los firmantes del «Consenso de Cartagena» reiteraron su voluntad de hacer frente a las deudas, pero señalaban que era fundamental mantener el crecimiento económico, que la crisis de deuda era también un problema político y que los países acreedores y sus instituciones financieras tenían una responsabilidad en la gestión del problema.

A partir de 1986 los países deudores ofrecieron dos nuevas vías de renegociación a los acreedores: cambios en la moneda de denominación de las deudas existentes y cambios en el procedimiento de fijación de los tipos de interés. Se ofreció a los bancos acreedores convertir sus créditos a su propia moneda (la moneda de su matriz bancaria), con lo que podían lograr disminuir sus riesgos de variaciones cambiarias, suavizar el efecto de la volatilidad cambiaria sobre los ratios de capital respecto a activos y, en algunos casos, rebajar los costes de obtención de su pasivo; también se ofreció a los bancos poder elegir entre varias opciones de fijación de tipos de interés, entre ellas el paso de tipos fijos a tipos flotantes, lo que era para los acreedores un arma de doble filo, porque podía incrementar el riesgo de impago.³

LOS PRELIMINARES DEL PLAN BRADY

Ya fuera por influencia de esas iniciativas por parte de los deudores, o debido al cálculo de los acreedores acerca del escaso realismo del intento de mantener la integridad del valor de las deudas, el hecho es que a partir de 1984 empezaron a circular propuestas acerca de lo que se llamaba en inglés «burden sharing» entre deudores y

² Rudiger Dornbusch, «Mexico: stabilization, debt and growth», *Economic Policy*, Vol. 3, N.º. 7 (1988), p. 258.

³ Los países que incluyeron la redenominación del principal u opciones de fijación de tipos de interés en sus acuerdos de reestructuración firmados entre 1986 y 1988 fueron, entre otros, Argentina, Brasil, Chile, Nigeria, México y Filipinas, Uruguay y Venezuela.



acreedores, lo que significaba que empezaba a abrirse el camino hacia algún «perdón de deuda». Esto era lo que apuntaba la propuesta de creación de un «Fondo Oficial» cuyas operaciones ayudarían a disminuir la carga financiera para los deudores en peor situación relativa, que partió, entre otros, del senador norteamericano Bill Bradley; ideas parecidas empezaron a circular en Europa y Japón.

La posición de los bancos acreedores empezó a hacerse menos firme y menos solidaria –y, por ello, menos homogénea– cuando la prolongación de la crisis llevó a que empezaran a cuestionarse el mantenimiento estricto de las cláusulas contractuales tradicionales de los créditos sindicados (las que se denominan en inglés «sharing clauses», «negative pledges» y «*pari passu*»)⁴ que aseguraban un tratamiento igual por parte de los deudores a todos los bancos acreedores. Por ejemplo, las «sharing clauses» hacían difícil o imposible que un país deudor se beneficiase de los descuentos existentes para su deuda bancaria en el mercado secundario, dado que esas cláusulas exigían que el pago realizado a un acreedor se distribuyese proporcionalmente entre todos los acreedores.⁵

El FMI empezó a modificar su posición hacia 1987 al considerar que, al menos para tres países: México, Costa Rica y Bolivia, habría que estudiar vías de alivio de deuda, como las titulizaciones de créditos bancarios y la capitalización de intereses. Pero los bancos deudores habían ido haciendo provisiones sobre sus préstamos fallidos y eran más favorables a salir del problema,

aceptando las pérdidas ya provisionadas, que a entrar en nuevas operaciones, aceptando nuevos riesgos para el futuro.

Bolivia completó lo que fue la primera operación de este nuevo enfoque, comprando con un gran descuento una parte de sus deudas bancarias. Aunque el desarrollo de esta operación tuvo bastantes complicaciones en relación con el origen de los fondos para financiarla y la forma –subasta o no– de fijar los descuentos, finalmente se llevó a cabo en noviembre de 1987.

Un mes después, en diciembre de 1987, México firmó con la Banca Morgan el acuerdo que sería antecedente directo del plan Brady. Consistió en el canje de hasta 20.000 millones de dólares de préstamos bancarios por bonos, cuyo precio (e, implícitamente, el descuento que se aplicaba a la deuda original) se fijaría mediante subasta. La clave de este acuerdo, que era su innovación principal, estaba en su garantía: el principal de los bonos estaría garantizado mediante bonos cupón cero del Tesoro norteamericano, emitidos a 20 años, adquiridos por el gobierno mexicano y mantenidos en custodia en la Reserva Federal de Nueva York. En este acuerdo participaron unos 100 bancos (en total, eran 500 los bancos acreedores) y se canjearon 3.660 millones de dólares de valor nominal de préstamos bancarios por 2.560 millones de dólares de valor nominal de bonos garantizados; el valor nominal de los bonos era, así, el 70% del valor de los préstamos, la quita había sido de 30%. Este acuerdo no incluía ninguna garantía para el pago de intereses, lo que fue un problema importante para su aceptación por los acreedores.

Aunque el resultado final para México, es decir, la reducción lograda en la deuda, fue menos favorable del esperado (el gobierno mexicano no consiguió recomprar ni el 20% del valor nominal de los préstamos que pretendía y el descuento logrado fue muy inferior al 50% que era su objetivo), el acuerdo fue importante porque abrió camino al perdón de deuda a partir de los descuentos que se aplicaban en las transacciones que existían realmente en el mercado (aunque no existiera, desde luego, un mercado organizado,

⁴ En un crédito sindicado las «sharing clauses» significan que el prestatario no puede hacer ninguna diferencia entre los acreedores respecto al servicio de la deuda y que los prestatarios no pueden ejercer acciones legales individuales o separadas del resto de prestamistas; los «negative pledge» significan que el deudor no puede gravar sus activos sin el consentimiento de los acreedores; la cláusula «*pari passu*» significa que el deudor promete al acreedor que su crédito tendrá siempre el mismo derecho a la amortización y al pago de intereses que sus otras deudas no subordinadas.

⁵ Sobre este y otros problemas de las renegociaciones que precedieron y que siguieron al Plan Brady puede consultarse: Mohua Mukherjee, «How Does Brady-Type Commercial Debt Restructuring Work?», The World Bank, December 1991, Working Paper WPS 817 (disponible en internet).



sino, más bien, transacciones privadas, *over the counter*, entre entidades).

EL CLUB DE PARÍS

Lo que con el tiempo llegó a ser conocido como «Club de París» apareció en 1956, como reunión informal de acreedores oficiales para tratar de encontrar una solución a una serie de impagos de deudas de Argentina. Entre 1956 y 1981 el Club negoció, fundamentalmente, nuevos calendarios de pagos de principal e intereses de deudas bilaterales oficiales, con tipos de interés de mercado y siempre que el país deudor en dificultades hubiera acordado con el FMI un programa de ajuste: éstos eran, en resumen, los llamados «términos clásicos», que nunca incluían perdón de deuda sino, solamente, reestructuraciones de pagos en términos de mercado, aunque, obviamente, cualquier alargamiento en el calendario de amortizaciones o período de gracia en el servicio de la deuda significaba una reducción en su valor neto presente. Con la crisis económica internacional de 1979-1981 y la crisis de deuda latinoamericana, la actividad del Club se incrementó considerablemente, pero hasta 1987 se siguieron aplicando los «términos clásicos», pensados más para hacer frente a problemas transitorios de liquidez que a problemas de solvencia, digamos, estructurales.

El primer paso en la nueva orientación se dio en 1987, con los llamados «Términos de Venecia» –por el lugar donde se celebró la cumbre del G-7 donde se discutieron⁶– que otorgaban plazos de amortización más largos que los «términos clásicos» y períodos de gracia nunca considerados anteriormente. Pero el cambio importante en las negociaciones del Club de París se produjo en 1988 cuando, por primera vez, se acordó la anulación o perdón de deuda para un grupo de veinte países pobres muy endeudados según los nue-

vos «Términos de Toronto». El Club de París fue, en realidad, tan lento como el FMI y la gran banca internacional en aceptar que el perdón de la deuda era, en una serie de casos, la vía más realista y eficaz para intentar restablecer una situación financiera internacional, digamos, normal.

Los «Términos de Toronto» fueron después modificados y ampliados, siempre en sentido más generoso y favorable a los deudores, con los «Términos de Houston» (1990), Londres (1991), Nápoles (1994), la Iniciativa de Países Pobres Muy Endeudados («Términos de Lyon», que recogían la posición del FMI, 1996), Colonia (1999) y, finalmente, Evian (2003); todos ellos lograban la reducción sustancial del valor neto presente del conjunto de las deudas oficiales bilaterales de los países en dificultades mediante anulación de parte de la deuda, alargamiento de calendarios, más largos períodos de gracia, intereses concesionales, por debajo de los de mercado, acuerdos de canje de deuda por otros títulos, etc.

EL PLAN BRADY, LA AYUDA DEL FMI Y EL CASO DE MÉXICO

A partir de la firma, en diciembre de 1987, del acuerdo entre la Banca Morgan y el gobierno mexicano al que nos hemos referido anteriormente, se había abierto una nueva vía de salida de la crisis. Como ya se dijo antes, sus resultados prácticos habían sido menos interesantes para el deudor de lo esperado inicialmente, pero, aún así, hicieron ver que esa nueva orientación era viable y que podía interesar tanto a acreedores como a deudores.

Después de meses de contactos y discusiones en las que participaron, además del FMI, los diferentes Comités Asesores de los bancos acreedores, los gobiernos de los países en dificultades y el Tesoro norteamericano, en marzo de 1989, el secretario del Tesoro, Brady, anunció una propuesta que, en los años siguientes, iba a amparar los diferentes «planes Brady». Su novedad fundamental estaba en que el gobierno norteamerica-

⁶ Todos los «Términos» de negociación aplicados por el Club de París a partir de 1987 llevan el nombre de la ciudad donde se celebró la reunión del G-7 en la que se aprobaron.



no apoyaría acuerdos «voluntarios» (de hecho, se utilizaron diversos instrumentos para estimular la aceptación del plan por los bancos)⁷ de reducción de deuda, aceptando la concesión por las instituciones financieras internacionales y, en primer lugar, por el FMI, de nueva financiación a los deudores para ayudar al ajuste, implementar reformas de mercado y dar financiación para la adquisición de los activos financieros que pudieran servir de garantía –siguiendo el modelo inventado en el acuerdo de 1987 entre la banca Morgan y México– en los canjes de préstamos por bonos que eran el contenido clave de la propuesta.

El anuncio de Brady contenía tres elementos principales: a) el Banco Mundial y el FMI aceptarían que una parte de los préstamos a determinados países en dificultades pudieran dedicarse a apoyar la financiación de operaciones de reducción de deuda, fundamentalmente, operaciones de compra de deudas bancarias a descuento; b) ambas instituciones proporcionarían también financiación adicional (adicional respecto a la que correspondería en cada caso según las reglas del FMI) para esa misma finalidad; y c) los EEUU apoyarían un aumento de cuotas en el FMI para ampliar la capacidad de préstamo de la institución en la resolución de la crisis.

Para poder iniciar un camino similar al de México-Banca Morgan de 1987, el Plan Brady presuponía, evidentemente, la existencia de un acuerdo, si no con todos los acreedores bancarios de cada país deudor, sí, al menos, con una parte significativa de ellos. Un elemento clave en el acuerdo entre Morgan y el gobierno mexicano, también presente en el plan Brady, era la existencia de un «menú de opciones» para los acreedores (conversión con un descuento de créditos bancarios en bonos, recompra simple de deuda a descuento, conversión de deuda en participaciones de capital, etc.) cuya condición era que el valor presente de cada opción implicase el mismo descuento respecto a la deuda original. El

plan anunciado por Brady fue aprobado formalmente por el FMI en la reunión del Comité Interino del Fondo de abril de 1989. El primer acuerdo firmado bajo el «paraguas» de la propuesta Brady fue el de Filipinas; el acuerdo con el FMI se firmó en mayo de 1989 y en enero de 1990 se alcanzó un acuerdo con los bancos acreedores según el cual Filipinas recompró 1.340 millones de dólares con un descuento del 50% con financiación del FMI y del Banco Mundial.

Pero el acuerdo más importante de los firmados al amparo del plan Brady –hasta el punto que, a veces, parece que ese fue el único acuerdo de esa clase, cuando, en realidad, se firmaron unos cuantos «Bradys»– fue el que se negoció por México.

El Plan Brady para México, acordado entre mayo y julio de 1989, consistió, en resumen, en 1) un acuerdo con el FMI, 2) un acuerdo con los bancos acreedores y 3) un acuerdo para garantizar las nuevas obligaciones asumidas por México.

1. El acuerdo firmado con el FMI contemplaba la apertura de una línea de crédito bajo el formato de la «Extended Fund Facility», EFF), por un importe máximo de 4.600 millones de dólares que, bajo determinadas circunstancias, podía alcanzar hasta 5.800 millones, una de las líneas de crédito de mayor importe concedidas por el FMI en toda su historia.

2. El acuerdo con los bancos (el Comité Asesor Bancario representaba a más de 500 entidades) se concretaba en un «menú» de tres opciones, que los acreedores podían usar separada o conjuntamente. Los préstamos bancarios en vigor podían ser canjeados: a) por bonos a 30 años, con un descuento del 35% del valor nominal y un interés de 13/16 sobre LIBOR; b) por bonos a la par –sin descuento respecto al valor nominal de los préstamos originales en vigor–, pero con un tipo de interés por debajo del de mercado, lográndose así una reducción del valor presente similar a la opción a); c) los bancos podían, asimismo, refinanciar, a tipos de interés de mercado, sus créditos bancarios originales, después de deducir los importes canjeados por bonos y, en todo caso, hasta un máximo del 25% de su riesgo en 1989, obteniendo un

⁷ Hubo estímulos fiscales y «persuasión moral» para animar la aceptación de los canjes.



nuevo calendario de vencimientos para esos créditos.

Como resultado de este acuerdo, el conjunto de bancos acreedores canjeó casi el 50% de sus créditos por bonos a descuento; algo más del 40% por bonos a la par con tipo de interés reducido; y para el restante 10% se obtuvo un nuevo calendario de vencimientos. En total, el acuerdo afectó a casi 49.000 millones de dólares de préstamos bancarios a medio y largo plazo, obteniéndose una reducción total del 55% del valor nominal, es decir, una reducción de 27.000 millones de dólares en la deuda externa mexicana.

3. El servicio (principal e intereses) de los nuevos bonos emitidos por México estaban parcialmente garantizados mediante bonos cupón cero emitidos por el Tesoro de los EEUU y comprados por México, en parte, con la financiación obtenida del FMI y otras instituciones financieras internacionales.

Después del acuerdo Brady con México y tomándolo como modelo, el FMI promovió otra serie de acuerdos similares. El primero fue el de Costa Rica, que recompró unos 1.800 millones de dólares de principal e intereses de deudas bancarias con un descuento del 84% (similar al que existía en el mercado), convirtiendo el resto de su deuda externa en bonos al portador, con un descuento similar, aunque el valor nominal y el tipo de interés de los bonos podía ser mejorado en determinados supuestos. Debido a diversos factores, Costa Rica no utilizó, finalmente, la financiación del FMI; la operación (unos 225 millones de dólares de coste) se financió con reservas oficiales del país y una serie de donaciones oficiales, entre ellas las de los gobiernos de EEUU, Canadá y Holanda y préstamos concesionales de otros países: a diferencia de otros, el plan Brady de Costa Rica fue, finalmente, una operación exclusivamente privada. Y al acuerdo de Costa Rica siguieron, entre otros, los «Brady» de Venezuela (1990), Uruguay (1991), Argentina (1992), Brasil (1992).

En 1995, sobre un total de 190.000 millones de valor nominal de los préstamos bancarios originales, 18 países habían negociado reducciones

de deuda por valor de 60.000 millones de dólares, y habían invertido 20.000 millones de dólares de financiación del FMI, Banco Mundial, del Export-Import Bank de Japón y de otras instituciones financieras internacionales en la compra de los bonos cupón cero del Tesoro que se depositaban en la Reserva Federal de Nueva York en garantía de la amortización de los bonos emitidos por los diferentes países deudores para llevar a cabo los canjes.

Hay que señalar que el FMI desempeñó un papel muy importante en la resolución de la crisis de deuda que estalla en el verano de 1982 y que se prolonga hasta bien entrados los años 90. Aparte de su papel de mediador y de su ayuda técnica a los países deudores en las negociaciones con los acreedores, su contribución decisiva se produjo cuando abandonó su política tradicional de no prestar a países con atrasos de pagos (amortización o intereses) de deuda soberana a bancos.

En mayo de 1989, el Directorio Ejecutivo del Fondo decidió que sí podrá prestar a países miembros en esa situación, decidiendo caso por caso, siempre que, entre otras condiciones, las negociaciones con los acreedores privados ya se hubieran iniciado y el apoyo financiero del FMI se considerase esencial para el éxito del programa de ajuste aceptado por el país deudor. Esta política (*lending into arrears*) se flexibilizó aún más en 1998 y 1999 para permitir los préstamos del FMI en dos casos adicionales: 1) atrasos en deuda soberana frente a acreedores no bancarios y 2) atrasos en deudas no soberanas a acreedores privados debidos al establecimiento de controles de cambio.

LA DÉCADA DE LOS 90: DEL «TEQUILAZO» A LA CRISIS ARGENTINA Y NUEVAS INICIATIVAS

Con el Plan Brady y las negociaciones entre deudores y acreedores culminadas con aceptable éxito en un buen número de casos, Latinoamérica superó finalmente su «década perdida» y algunos países, como México, entraron en una etapa de fuerte crecimiento económico. Pero en 1994



estalla en México una nueva crisis, la que se dio en llamar «El Tequilazo» (crisis fiscal y política de enorme virulencia que obligó a una fuerte devaluación del peso y a un intenso ajuste fiscal), la primera de una serie de convulsiones en el escenario financiero internacional que terminan con el *default* de Argentina de 2002⁸ y, de por medio, las crisis asiática de 1997 (Tailandia, Malasia, Filipinas, Corea), Rusia (1998) y Turquía (2001). Durante casi una década (1994-2002) el «estado normal» de las finanzas internacionales fueron las sucesivas crisis de deuda externa –de diferente naturaleza, gravedad y duración y desarrollo–, pero similares en sus consecuencias para los mercados. A la vez, en la década de los 90 se produjo una enorme acumulación de deuda externa de países en desarrollo con bajos niveles de renta: hasta cerca de 580.000 millones de dólares a finales de 1999 para los países clasificados en ese grupo según el Banco Mundial.

Pero había una diferencia importante entre las crisis de deuda soberana de los años 90 y las crisis de los años 80. Mientras que las deudas soberanas de los 80 eran, fundamentalmente, créditos bancarios sindicados, las deudas soberanas de los 90 eran, fundamentalmente, bonos, títulos de renta fija colocados en los mercados a muchos miles de inversores, individuales, colectivos e institucionales. Evidentemente, las dificultades de una negociación con unos cuantos miles de acreedores eran diferentes y mayores que las dificultades que se habían podido superar en las negociaciones con varios centenares de acreedores bancarios. Y esto dio lugar a diferentes ideas e iniciativas para tratar de ordenar los procesos de negociación a que debían enfrentarse los deudores en estos nuevos escenarios.

Las propuestas de mayor peso planteadas entre 2000 y 2002 se centraron en torno a dos ideas⁹:

1. la propuesta de Anne Krueger, entonces subgerente del FMI, para que los miembros del FMI creasen una nueva institución, independiente del propio Fondo, el «Dispute Resolution Forum», cuyas funciones fundamentales serían: a) facilitar las negociaciones entre acreedores y deudores siguiendo una serie de principios y procedimientos, evitando la exigencia de unanimidad entre los acreedores y asegurando, al mismo tiempo, la protección básica de los intereses de acreedores y deudores; b) estableciendo ciertas reglas para evitar que las reclamaciones legales de los acreedores impidieran la conclusión de acuerdos colectivos; y c) dando consideración legal de deuda «senior» a la financiación obtenida de los acreedores durante la negociación («priority financing»)

2. La propuesta del Departamento del Tesoro de los EEUU, centrada en la inclusión en los contratos de emisión y colocación de bonos de las llamadas «cláusulas de acción colectiva» (CAC) tendientes a impedir que un grupo minoritario de titulares de bonos, o los llamados «fondos buitres», pudieran bloquear o condicionar acuerdos de reestructuración apoyados por una mayoría de acreedores.¹⁰

La propuesta de Krueger para crear, a partir del FMI, una nueva institución de negociación y mediación en conflictos relativos a deudas soberana acabó en nada, probablemente porque, además de sus dificultades de todo orden –políticas, en primer lugar– a partir de 2002 la economía internacional inició una fase alcista de gran intensidad, que se prolongó hasta 2007. Con la excepción del *default* de Argentina, se fueron superando las crisis de la segunda mitad de los 90 y no aparecieron nuevas dificultades graves. Las CAC tuvieron más éxito: a principios de 2003, México llevó a cabo una emisión de bonos con tales cláusulas y a partir de entonces, otros

⁸ El *default* de Argentina de 2002 afectó a 141.000 millones de dólares de deuda pública.

⁹ También se debatió una tercera idea: la aplicación sistemática del Capítulo 9 de la normativa estadounidense sobre quiebras y suspensiones de pago a las emisiones de deuda soberana.

¹⁰ Sobre las «Collective Action Clauses» pueden consultarse los siguientes documentos del FMI: «Collective Action Clauses: Recent development and Issues», (approved by G. Häusler, F. Gianviti and T. Geithner, March, 25, 2003; y «Progress Report to the International Monetary and Financial Committee on Crisis Resolution», April 2005).



países siguieron el ejemplo mexicano en sus emisiones de bonos soberanos.

REESTRUCTURACIONES DE DEUDA SOBERANA ANTES DE LA CRISIS: ARGENTINA

De las operaciones de renegociación y reestructuración de deuda soberana en los años anteriores a la crisis financiera internacional que se inicia en 2007, las dos más importantes fueron las de Argentina e Irak¹¹. Dejando aparte el caso de Irak por sus excepcionales características, el gran asunto pendiente fue, tras el *default* de 2001-2002, la negociación de la deuda soberana argentina.

Argentina hizo, en 2001, antes de su declaración de *default*, un primer intento de reestructuración (el llamado *megaswap*, en Junio, relativo a unos 30.000 millones de US\$ de bonos, que tuvo efectos perversos porque, de hecho, significó un aumento en el nominal de la deuda) y la llamada *Fase I*, en (Noviembre-Diciembre), un canje de 41.000 millones de bonos de deuda soberana y 9.000 millones de deudas provinciales por préstamos garantizados, por el gobierno federal, obteniendo una reducción en valor neto presente de la deuda afectada (unos 80.000 millones de US\$ de nominal) no superior al 10%.

El segundo intento, el llamado «Canje Global», se anunció en Enero de 2005, tres años después de la declaración de *default*. Las autoridades argentinas presentaron a los acreedores una oferta para el canje de los bonos en *default* por tres nuevos tipos de títulos (a la par con los valores nominales originales, con un descuento y un llamado «quasi-par»), con un descuento implícito en términos de valor neto presente, semejante para las tres opciones, en torno al 75%, una especie de garantía relacionada con el crecimiento del PIB por encima de un umbral previamente

especificado, y con algunas otras cláusulas que intentaban hacer atractivo el canje. No se resolvía, sin embargo, el problema del impacto sobre los aceptantes de las posibles reclamaciones de los bonistas que no lo aceptasen, aunque se trató de ofrecer cierta garantía mediante la aprobación de una ley que impediría a futuros gobiernos argentinos volver a abrir la negociación y ofrecer términos distintos o más favorables.

El canje fue aceptado para algo más del 75% del nominal de principal e intereses en *default*, unos 62.000 millones de US\$, de los cuales, aproximadamente, unos 38.000 millones correspondían a no residentes y el resto, unos 24.000 millones, a residentes en Argentina, logrando una reducción del principal del 56%. El valor nominal total de los nuevos bonos emitidos para el canje fue de 35.200 millones de dólares, de los cuales, 15.000 fueron bonos a la par, 11.900 bonos a descuento y 8.300 bonos «quasi-par».

Posteriormente, en Junio de 2010, Argentina ofreció un nuevo canje a los bonistas que habrían rechazado el de 2005, con condiciones similares a las del «Canje Global». Tras este canje de «reenganche», la tasa de aceptación alcanzó al 92% del valor nominal inicialmente en *default* en 2002, y el importe no canjeado (sumando 2005 y 2010) quedó en unos 8.000 millones de dólares. Esa tasa de aceptación ha permitido a las autoridades argentinas defenderse frente a demandas planteadas ante la Justicia norteamericana con el argumento de que el canje ha sido *fair*, protegiéndose, así, frente a reclamaciones de los titulares del saldo no canjeado.

2008-2011: LA CRISIS DE LA DEUDA GRIEGA

Como decíamos al principio de este capítulo, la crisis de deuda griega, que se hace ya imposible de disimular o ignorar a partir de 2008, es una crisis «nueva», no solamente porque haya sido la primera crisis de deuda soberana de un país miembro de la Unión Monetaria, sino porque es la primera que afecta a deuda soberana denominada en la moneda propia del país emisor que,

¹¹ Además de Argentina e Irak, también hubo operaciones de reestructuración de deuda soberana entre 2000 y 2006 para Pakistán, Moldavia, Uruguay, República Dominicana y Rusia.



sin embargo, ha operado, de hecho, como si se tratase una moneda extranjera: Grecia no puede emitir euros a voluntad y, en general, su influencia sobre la política monetaria del área euro es muy pequeña, por no decir, nula (salvo, naturalmente, por lo que se refiere a la monetización de deuda). El tipo de cambio del euro no ha tenido parte, al menos, directa, en el desencadenamiento del problema; y tampoco se ha tratado de un problema de inflación fuera de control. La crisis de la deuda soberana de Grecia ha sido la culminación de años de grave descontrol fiscal, agravado y facilitado por la burbuja financiera internacional que empieza a formarse a partir de 2002 y estalla en 2008.

A finales de 1999, primer ejercicio completo con la UM en vigor, la deuda pública griega, medida de acuerdo con los criterios del Protocolo de Déficit Excesivo del Tratado de Maastricht, y según las comunicaciones del Gobierno griego a las autoridades de la UE, era del 94% del PIB; a finales de 2010, había alcanzado, siempre según esas comunicaciones, casi el 143% del PIB; para el conjunto de los países de la UM, el aumento de esa proporción entre 1999 y 2010 fue de unos 10 puntos (del 74% al 85% del PIB agregado de los países miembros), es decir, una quinta parte del registrado en Grecia. En Julio de 2011, el FMI estimaba que en el caso de Grecia, la proporción podría alcanzar el 172% del PIB¹² en 2012, bajando hasta el 130% en 2020 en el supuesto de que «las autoridades fueran capaces de implementar sus muy ambiciosos programas fiscales y de privatización»¹³.

Igual que ha ocurrido en otras crisis de deuda soberana, el reconocimiento de lo inevitable de aceptar una «quita» ha sido un proceso difícil y lento, tanto por la comprensible resistencia de

los acreedores, como por la resistencia del deudor a reconocer la catástrofe financiera y asumir sus consecuencias, tanto económicas como políticas. El acuerdo sobre la «quita» de la deuda griega (que alcanzaba un volumen total de 360.000 millones de euros a mediados de 2011) ha pasado, hasta el momento en que esto se escribe (mediados de Noviembre 2011), por dos etapas.

En la primera, acordada en la reunión de Jefes de Estado y de Gobierno de la UE de 21 de julio, se decidió, en el marco del llamado en inglés *Private Sector Involvement*, «proponer» a los inversores privados, principalmente bancos y otras entidades financieras titulares de deuda pública griega, que aceptasen «voluntariamente» el canje de sus bonos, con el objetivo de lograr una disminución del 21% del valor neto presente (VNP) del total de la deuda, con una aportación (un «sacrificio») total del sector privado, en el período 2012-2020, que se estimaba superior a los 100.000 millones de euros.¹⁴ El carácter «voluntario» de la aceptación de la «quita» por los inversores privados –y sólo ellos, lo que excluía del «sacrificio» a los acreedores oficiales, muy destacadamente, al Banco Central Europeo por sus tenencias de deuda griega aceptada como garantía o colateral de sus préstamos a los diferentes sistemas bancarios nacionales– era decisivo para impedir la declaración por las agencias de calificación de un *event of default*, con todas sus posibles consecuencias, entre las que hay que mencionar que se diese lugar a hacer efectivas las compensaciones o liquidaciones previstas en los *credit default swaps* en vigor sobre esa parte de la deuda pública griega.

El proyecto de canje, publicado por el Institute of International Finance¹⁵ incluía cuatro opciones: dos canjes con bonos a 30 años, a la par de valor nominal y nuevas condiciones de amortización y tipo de interés, y otras dos opciones, con descuentos del valor nominal del 20%, una con

¹² Según la estimación del FMI, a finales de 2011 la total deuda pública griega (definiciones de Maastricht) será de 373.000 millones de euros, de los cuales, 103.000 corresponderán a acreedores oficiales y 270.000, a acreedores privados.

¹³ «Greece: Fourth review under the Stand-By Arrangement and Request for Modification and Waiver of Applicability of Performance Criteria», IMF Country Reports N.º. 11/175, July 2011, p. 10.

¹⁴ «The July 21, 2011 Support Package for Greece: Key Elements, Likely Impact and benefits of Debt Sustainability», September 22, 2011, Institute of International Finance, Table 1, p. 7.

¹⁵ *Íd.*, pp. 2-5.



bonos, a 30 años y la segunda, a 15 años. La amortización (no los intereses) de los nuevos bonos que se entregarían en el canje estaría garantizada en su totalidad por la cartera de bonos triple A cupón cero, que se comprarían por el gobierno griego con fondos prestados por el European Financial Stability Facility (EFSF), salvo en la última opción (bono a descuento a 15 años) que tendría sólo una garantía parcial. Además de este plan de canje de bonos, el acuerdo incluía una financiación por valor de 41.000 millones de euros para la compra de la cartera de bonos triple A cupón cero de garantía, así como otra financiación de 20.000 millones de euros para que el gobierno griego pudiera llevar a cabo operaciones de compra de sus bonos en el mercado aprovechando sus grandes descuentos (*buy-backs*).

Se plantearon bastantes dudas acerca de cuál iba a ser realmente la rebaja en el valor neto presente del stock de la deuda griega, teniendo en cuenta las opciones de canje propuestas, sus garantías y el total de bonos que los inversores privados fueran a ofrecer para canjear. Obviamente, esa estimación dependía de los tipos de descuento utilizados para convertir a valor presente los flujos de caja, tanto de principal, como de intereses, antes y después de efectuarse el canje. Algunos analistas consideraron que los tipos de descuento usados por el Institute of International Finance en sus cálculos eran demasiado altos, por lo que la reducción en el VNP sería, en realidad, inferior a la que el IIF deducía, teniendo en cuenta, además, el VNP añadido del coste financiero para Grecia de la adquisición y mantenimiento de la cartera de bonos triple A cupón cero que iba a servir de garantía del principal de los bonos entregados en los canjes.

La evolución de la situación económica y política en Grecia a lo largo de agosto, septiembre y octubre hizo ver que una «quita» como la pretendida, en el entorno del 20% del valor neto presente, que se aplicase, en el mejor de los casos, a un 40% del total nominal de la deuda, no rebajaría la proporción deuda/PIB más allá de 10-12 puntos en 2015 en comparación con 2011 antes

de la «quita»¹⁶; se quedaba corta si se quería mejorar la sostenibilidad de las finanzas públicas del país, abrir un margen para el crecimiento económico y mejorar las expectativas en los mercados. Esto llevó al segundo intento.

El 26-27 de Octubre, los jefes de Estado y de Gobierno de la UE, acordaron un nuevo plan, bastante más ambicioso que el acordado en Julio. El nuevo plan tiene como objetivo conseguir una rebaja del 50% en el valor nominal (esta vez es en el valor *nominal*, no en el VNP) de la deuda que, se esperaba, se sometería «voluntariamente» a la «quita», las tenencias privadas, principalmente de bancos y otros inversores financieros institucionales, en torno a 200.000 millones de euros, con una rebaja nominal de unos 100.000 millones. Esta «quita» conseguiría contener la proporción deuda/PIB en 2020 al entorno del 120%, es decir, una proporción diez puntos por debajo de la estimada por el FMI en la optimista estimación publicada en Julio, elaborada antes de la aprobación del primer acuerdo de «quita»¹⁷. En el momento de escribir esta nota no se ha precisado si las opciones de canje serán análogas (obviamente, con distintos parámetros) a las diseñadas en Julio, o habrá opciones diferentes, y tampoco se han publicado precisiones sobre posibles *buy-backs* en el mercado por parte de las autoridades griegas.

A falta de detalles, este segundo plan de «quita» y renegociación de la deuda soberana griega, igual que el aprobado en Julio, parece que se seguirá ajustando, en su esquema fundamental, al formato de los planes Brady, aunque con una diferencia importante. En este caso, a la ayuda del FMI se va a unir la de la propia UE, a través del European Financial Stability Facility (EFSF), proporcionando garantías parciales a las nuevas emisiones de bonos que puedan realizar los países en dificultades del área euro –en modalidades e importes que están también por precisar–, o financiando operaciones de *buyback* en el

¹⁶ Íd. Table 1, p. 7.

¹⁷ Estimación de Goldman Sachs, *European Views*, October 27, 2011, p. 2.



mercado o la compra de carteras de garantía de títulos triple A.

UN COMENTARIO FINAL

La liberalización de movimiento de capitales y la globalización, fenómenos desarrollados en las últimas cuatro décadas, han hecho posible el enorme aumento del endeudamiento internacional de los gobiernos y, con ello, la mayor frecuencia de las crisis de deuda soberana.

Las crisis que se han sucedido, casi sin interrupción, desde comienzos de los años 80 del siglo pasado han dado lugar a diferentes tipos de negociación entre deudores y acreedores y a diferentes instrumentos de acuerdo. En general, la teoría y la práctica de la renegociación y reestructuración de deudas soberanas han pasado de un enfoque de liquidez y de «ganar tiempo», a un enfoque de solvencia, de balance financiero del sector público deudor y de dinámica de deuda. Esto quiere decir que ha pasado a primer plano la evaluación de la sostenibilidad de la deuda (es decir, la sostenibilidad del servicio de un volumen determinado de deuda) compatible con una evolución aceptable de la inversión, el empleo y el mantenimiento del crecimiento económico.

La gestión de los problemas de deuda soberana se ha adaptado, además, a la evolución de los mercados, pero, principalmente, a la creciente importancia de los bonos, reemplazando a los créditos bancarios como principal instru-

mento del endeudamiento soberano, con la toma en consideración de las cláusulas contractuales (*collective action clauses*) que pueden facilitar los acuerdos entre deudores y acreedores e, incluso en ausencia de unanimidad, proteger de reclamaciones legales a los participantes en esos acuerdos tanto acreedores, como deudores, y a unos y otros de la acción de los *free riders* y de los llamados «fondos buitres» que han sido, en ocasiones, difíciles obstáculos en las negociaciones.

Los planes de la UE para resolver el problema de la deuda griega han seguido, en parte, el modelo Brady: canjes de deuda antigua por nueva (con o sin nominales a descuento) y garantías para la amortización de los nuevos bonos con carteras de bonos cupón cero de la máxima calidad, mantenidas por el gobierno griego hasta su vencimiento. También hay similitud en los planes –aunque, hasta ahora, sólo teóricos– de operaciones *buyback*, la compra por las autoridades griegas en el mercado de parte de sus bonos en circulación aprovechando su cotización con muy fuertes descuentos, y en la participación del FMI en el suministro de parte de la financiación requerida.

Donde el tratamiento a la deuda griega se va a apartar del esquema Brady tradicional es en el papel que vaya a darse finalmente al EFSF como garante o colocador de la deuda que puedan emitir algunos países en dificultades, aunque todavía no sabemos en qué medida podrá Grecia beneficiarse de la financiación del EFSF.

