

SERIE FINANCIAMIENTO DEL DESARROLLO

10

**¿EXISTE AUN UNA CRISIS DE DEUDA
LATINOAMERICANA?**



**COMISION ECONOMICA PARA AMERICA LATINA Y EL CARIBE
PROYECTO REGIONAL FINANCIAMIENTO DEL DESARROLLO
CEPAL/PNUD**

SERIE FINANCIAMIENTO DEL DESARROLLO

**¿EXISTE AUN UNA CRISIS DE DEUDA
LATINOAMERICANA?**



NACIONES UNIDAS

**COMISION ECONOMICA PARA AMERICA LATINA Y EL CARIBE
PROYECTO REGIONAL FINANCIAMIENTO DEL DESARROLLO
CEPAL/PNUD**

Santiago de Chile, diciembre de 1991

LC/L.664
Enero de 1992

Este documento fue preparado por la consultora señora Stephany Griffith-Jones, en el marco del Proyecto Regional Conjunto CEPAL/PNUD RLA/90/001 "Políticas Financieras para el Desarrollo". Los puntos de vista expresados en este estudio, el cual no ha sido sometido a revisión editorial, y la elaboración de antecedentes numéricos, son de exclusiva responsabilidad de su autora y pueden no coincidir con los de la Organización.

INDICE

	<i>Página</i>
I. INTRODUCCION	5
II. EVALUACION DEL MANEJO DE LA DEUDA DESDE 1989	7
A. Los acuerdos Brady, con especial referencia a México	7
III. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES DE POLITICA	17
A. Deuda comercial y flujo de capitales privados	17
B. Disminución de la deuda oficial	20
Notas	21
Apéndice: CONVENIOS SOBRE DEUDA EN EL MARCO DEL "PLAN BRADY": MEXICO, COSTA RICA Y VENEZUELA	23

I. INTRODUCCION

Durante la década de los ochenta la deuda externa latinoamericana se convirtió en uno de los principales obstáculos para el crecimiento y desarrollo de la mayoría de los países de la región. A fines de 1991, a nueve años del inicio de la crisis de la deuda y dos años y medio después del lanzamiento de la Iniciativa Brady, se ha iniciado un progreso significativo para superar este obstáculo crítico para el desarrollo en algunos de dichos países aunque claramente no en todos.

La evidencia preliminar indica que en 1990 se produjo una reversión de la transferencia neta negativa de recursos (TNR) de América Latina y del Caribe a los países acreedores. Un reciente estudio de la OCDE¹ estima que durante 1990, las TNR fueron positivas, alcanzando US\$10 mil millones por primera vez desde 1983. La razón principal de este cambio fue un aumento significativo en los flujos privados de fondos hacia la región, que se calcula aumentaron en más de US\$8 mil millones, entre 1989 y 1990, para alcanzar un total de US\$24 mil millones en este último año. Sin embargo, estos aumentos han beneficiado solamente un pequeño grupo de países (básicamente México, Chile, Colombia y Venezuela).

De continuar y generalizarse esta tendencia entre los países de la región, se superaría un elemento central de la crisis de la deuda (el paralizante peso de las transferencias netas negativas y su efecto adverso sobre el desarrollo regional).

Entre las principales razones que han aumentado los flujos privados hacia algunos de los países en la región se encuentra la percepción que estos países han "resuelto" el problema de su deuda "anterior". Sin embargo, esta no pareciera ser la *única* razón o precondición, debido a que otras condiciones domésticas (por ejemplo, políticas macroeconómicas estables, perspectivas de crecimiento económico sostenido, deudores privados con capacidad crediticia) así como cambios internacionales (una posible mayor integración comercial con los Estados Unidos, particularmente en el caso de México), podrían también desempeñar un papel importante.² Es interesante observar que, de acuerdo a informes³ recientes, Brasil ha logrado atraer durante la primera mitad de 1991 flujos privados sustancialmente mayores que en los años previos, a pesar de no haber logrado un acuerdo del tipo Brady u otro.

La relación causal entre "acuerdos satisfactorios sobre deuda" y mayores flujos de capital privado, aun cuando muy importante, es quizás menos robusta que lo que se ha sostenido en la literatura académica.⁴ Sin embargo, existe evidencia, especialmente en el caso de México, de que al menos en algunos países podría existir un alto

grado de *complementariedad* entre la disminución del servicio de la deuda (por ejemplo, mediante un acuerdo Brady o una repactación más tradicional de la deuda) y un aumento en la llegada de capital, lo cual llevaría a un aumento en el ahorro externo neto en dicho país. Tal como lo señala Massad,⁵ una de las condiciones claves para que el crecimiento del PGB en América Latina vuelva en los años '90 a niveles cercanos al 5% anual, consiste en aumentar el ahorro total en más o menos 7% del PGB. Para lograr esto, tanto los ahorros domésticos como los externos tendrían que aumentar significativamente en la región. Este último incremento se facilita si se logra una disminución sustancial en el servicio de la deuda, junto a un aumento en la entrada de capital nuevo, como ahora pareciera ser factible, al menos en varios países. En este contexto, podría ser especialmente válido el argumento en favor de reducir en mayor proporción la deuda en aquellos países (por ejemplo, los países pequeños que no tienen muchas empresas grandes, internacionalmente conocidas y con capacidad crediticia) que probablemente tengan mayores dificultades para atraer flujos de capital.

El progreso reciente en la gestión de la deuda debe ser evaluado en este contexto más amplio y generalmente más optimista. En la sección siguiente se examinará con cierto detalle y se evaluarán los resultados logrados por algunos países de la región. Se destacará la *heterogeneidad* de las actuales estrategias empleadas para administrar la deuda, haciendo una distinción especial entre los países que han celebrado acuerdos Brady, aquellos que como Chile han repactado sus deudas fuera del plan Brady, y los países que en este momento aún se encuentran en mora con los bancos comerciales. Se plantearán ciertas conclusiones generales relacionadas con los progresos recientemente alcanzados, no obstante la heterogeneidad de la situación.

En la sección III, se identificarán los problemas pendientes y se plantearán sugerencias en cuanto a políticas a seguir, principalmente en relación con la deuda comercial, pero haciendo también referencia a otras categorías de deuda.

II. EVALUACION DEL MANEJO DE LA DEUDA DESDE 1989

Tal como se ha señalado, actualmente existe una mayor heterogeneidad que en el pasado en cuanto a la forma en la que los países de América Latina han enfocado el manejo de sus deudas externas y en cuanto a la medida en que han logrado, o se percibe que han logrado, superar el problema de la deuda.

A. Los acuerdos Brady, con especial referencia a México

El primer grupo de países lo conforman aquellos que ya han firmado acuerdos Brady. En América Latina este grupo incluye México, Venezuela, Costa Rica y Uruguay.

Como es difícil evaluar en profundidad cada uno de estos acuerdos, se destacará el caso de México (el primer acuerdo que se firmó, por lo cual se dispone de un período más prolongado para evaluar los resultados, y que ejerció una cierta influencia e influirá sobre otros acuerdos). También se presentarán referencias al acuerdo de Costa Rica debido a sus características especiales.

El gobierno de México inició conversaciones con sus diversos acreedores externos en diciembre de 1988. Entre sus objetivos importantes se incluyeron:⁶ 1) disminución del flujo de transferencias netas de recursos al exterior y 2) lograr un acuerdo multi-anual para disminuir la incertidumbre provocada por negociaciones periódicas.

El objetivo de disminuir las transferencias netas negativas se asoció a la necesidad de generar más ahorros externos para financiar la inversión y el crecimiento. Se ha destacado cada vez más en la literatura académica y especialmente en evaluaciones posteriores, los efectos positivos indirectos del logro de un acuerdo satisfactorio, tanto por parte de los sectores privados doméstico como extranjero. Se ha considerado que un acuerdo que abarca varios años, y que no solamente disminuye el servicio de la deuda sino que también aplaza las amortizaciones en un número considerable de años, disminuye la incertidumbre y crea confianza (por ejemplo, en la percepción acerca de la sustentabilidad del tipo de cambio, lo que influye directamente sobre el servicio de la deuda en moneda local). De esta manera, se esperaba que un acuerdo satisfactorio de deuda disminuiría significativamente las elevadas tasas de interés domésticas; también se esperaba que atraería flujos privados adicionales del exterior (no relacionados con el acuerdo) y que estimularía el retorno de capital privado. Tal como veremos, esta segunda categoría de efectos, de beneficios indirectos, sobre las tasas de interés domésticas y sobre el flujo de

capital (de actores privados, tanto domésticos como extranjeros) ha sido especialmente positiva en el caso del acuerdo logrado por México.

Los detalles del acuerdo de México se han descrito en otro documento⁷ y se resumen en el anexo 1. La estimación de ahorro en el flujo de efectivo de divisas que ha resultado de lo anterior, de acuerdo con cifras entregadas por el Ministerio de Hacienda de México, se indica en la tabla 1.

Tabla 1

AHORRO EN EL FLUJO DE DIVISAS DEL ACUERDO DE DEUDA DE 1989
Y DISMINUCION DEL SERVICIO DE LA DEUDA
(US\$ miles de millones)

	Promedio 1990-1994
Ahorros en intereses	\$1.6
Flujo de dinero nuevo	\$0.3
Ahorro después de reestructurar amortizaciones ^a	\$2.1
Total de ahorro en flujo de divisas	\$4.1

Fuente: Aspe, *op. cit.*

^a Incluye la postergación de las amortizaciones, que vencían originalmente en este período, hasta 2019.

Se calcula que el ahorro promedio total en el flujo de dinero para el período 1990-1994 alcanzaría más o menos US\$4 mil millones, de los cuales más de la mitad se debe a una repactación de la amortización, y a dinero nuevo que se podría haber logrado mediante el proceso anterior de repactación convencional.

Sin embargo, se indica⁸ que los ahorros en el pago de intereses de aproximadamente US\$1,6 miles de millones, proporcionan financiamiento a una meta de crecimiento promedio de 4% para el período 1990-1994. Por supuesto, la validez de dicha relación se basa no solamente en el realismo del modelo macroeconómico empleado, sino que también en eventos del entorno mundial que afectan a México, tales como el precio del petróleo y las tasas de interés internacionales.

En consecuencia, si bien el acuerdo Brady celebrado por México logró una disminución relativamente limitada de la deuda externa y de su servicio, y una disminución significativamente menor que lo solicitado inicialmente,⁹ pareciera que ha aportado liquidez externa adicional suficiente como para sostener un crecimiento significativo, dados ciertos supuestos.

Debe destacarse que la disminución del servicio de la deuda fue relativamente limitada, debido a que representó aproximadamente un 6%

de las exportaciones del país y solamente una cantidad cercana al 20% de los pagos promedios de intereses sobre la deuda a mediano y largo plazo durante el período 1983-1988.¹⁰

Los efectos positivos indirectos, relacionados con la eliminación de la incertidumbre y el restablecimiento de la confianza generada por la celebración de un acuerdo que no conlleva amortizaciones hasta que se efectúe un pago único en 2019, han sido más importantes.

Poco después del anuncio del acuerdo Brady con México, las tasas de interés domésticas disminuyeron casi 20%, supuestamente debido a una reducción de la presión sobre el tipo de cambio. Las tasas de interés se han mantenido a ese nivel desde dicha fecha.

Debido a que la deuda interna del gobierno de México alcanza al equivalente de US\$54 mil millones de dólares, los pagos de intereses internos disminuyeron en más de US\$9 mil millones (más o menos 4.5% del PGB), como consecuencia de la reducción en las tasas de interés. Esto permite tanto una mayor inversión pública como un estímulo a una mayor inversión privada local. Van Wijnbergen estimó que inicialmente el efecto positivo *adicional* sobre el crecimiento del PGB debido a la disminución de las tasas de interés locales fue del 1%, aumentando a más de 2% en 1994. Aquí se justifica una cierta precaución, tal como Reisen señala correctamente.¹¹ El grado en el cual el acuerdo sobre la deuda redujo las tasas de interés es una materia en discusión. Además, como los factores que han determinado la disminución de las tasas aún no han sido establecidos plenamente, no existe certeza de que las menores tasas de interés se mantendrán durante todo el período.

Un segundo, pero importante, efecto positivo indirecto ha sido el incremento en los flujos privados externos, especialmente inversión extranjera directa y el retorno de capital que se había fugado. En México se ha producido un importante retorno de capital, que se calcula en US\$2.5 mil millones en 1989 y en aproximadamente US\$5 mil millones en 1990. Los flujos de capital privado, mediante diferentes modalidades de préstamos a través de bancos no comerciales, también han aumentado significativamente. Así, el acuerdo sobre la deuda fue un factor muy importante que contribuyó a catalizar flujos de capital nuevo y de capital que se había fugado (confirmando los pronósticos del Gobierno de México y de autores tales como Dooley, *op. cit.*, Reisen, *op. cit.*, Sachs, Krugman y otros). No obstante lo anterior y tal como se señaló en la introducción, otros factores (tales como las posibilidades del Acuerdo de Libre Comercio con los Estados Unidos y Canadá) también parecen haber desempeñado un papel importante.

Así, aun cuando estos últimos beneficios indirectos son claramente muy convenientes, no se prolongarán necesariamente, en particular los elevados flujos de recursos externos, en el caso que impactos externos o internos afecten a la economía mexicana. Las condiciones financieras de algunos de estos flujos de capital (por ejemplo, costo, vencimientos) quizás tampoco sean tan convenientes. Parece necesario hacer un seguimiento y realizar investigaciones adicionales para determinar cuales son los factores que influyen sobre las diferentes categorías de flujos de capital privado al

país, con el fin de determinar si son apropiados para financiar las necesidades de desarrollo, etc.

Finalmente, en cuanto a otros países, especialmente aquellos más pequeños, que pudieran celebrar acuerdos similares sobre deuda, hay dudas acerca de si estos efectos positivos indirectos serían tan importantes como en el caso de México.

En cuanto a los acuerdos Brady celebrados por Venezuela y Uruguay (ver detalles en el apéndice), éstos siguen en líneas generales las características del acuerdo de México. El acuerdo venezolano incluye algunas innovaciones interesantes, tales como un nuevo instrumento que facilita el servicio de la deuda a mediano plazo. Esto se logra mediante una disminución transitoria de los intereses por debajo de los niveles de mercado durante los primeros cinco años de vigencia del acuerdo. En cuanto al alivio del flujo de caja del acuerdo Brady, la operación venezolana pareciera ser aún menos favorable que el acuerdo mexicano. El Banco Mundial estimó que dicho alivio alcanza solamente a US\$460 millones durante el período 1990-1994, lo cual es equivalente a 5% de las exportaciones nacionales. Sin embargo, aunque es prematuro para apreciar los efectos indirectos, existen indicios de que, por lo menos en cuanto a la llegada de nuevos capitales privados, se ha producido un efecto positivo en 1990.

El acuerdo de Costa Rica, es significativamente diferente de aquellos celebrados por México y Venezuela, aun cuando fue realizado en el contexto del Plan Brady. Sus dos aspectos principales son: a) el acuerdo sólo contempla las opciones de reducción de la deuda o de su servicio (*sin* la opción de dinero fresco), y b) la disminución de la deuda o de su servicio es muy grande, en relación a las obligaciones contractuales, ya que se estima que alcanza a dos tercios de dichas obligaciones. En cuanto al ahorro por concepto de pago de intereses sobre la deuda, debe destacarse el hecho que se aproximan mucho a cero (el Banco Mundial calcula una disminución anual promedio neta de US\$0.07 mil millones para el período 1990-1994) debido a que el país *no* había estado sirviendo totalmente su deuda externa durante varios años. Sin embargo, la importante disminución de la deuda y del servicio de la deuda que se logró mediante el acuerdo podría mejorar las expectativas del sector privado (tanto local como extranjero). Además puso término a una actividad sumamente exigente y que demandaba mucho tiempo, tal como las periódicas negociaciones externas, que son especialmente onerosas para los encargados de formular políticas en países pequeños.¹²

El interesante acuerdo logrado por Costa Rica, las tácticas negociadoras empleadas por sus autoridades para lograr sus objetivos en cuanto al manejo de la deuda (incluyendo aquellos relacionados con grandes saldos insolutos mediante la adopción de una actitud conciliadora hacia los acreedores y sostenidos esfuerzos para aplicar simultáneamente políticas macroeconómicas prudentes) parecen brindar interesantes lecciones a otros países deudores pequeños de la región. Es más, tal como Devlin y Guerguill acertadamente destacan,¹³ es probable que medidas unilaterales orientadas a disminuir o interrumpir el servicio de la deuda, produzcan mejores resultados si se consideran

como un paso previo para llegar a un acuerdo consensual o definitivo con los acreedores, si van acompañadas por un programa macroeconómico coherente, y si se adopta una actitud conciliadora con las diferentes categorías de acreedores, incluyendo los bancos comerciales. Costa Rica cumplió hábilmente estas condiciones, lo cual parece haber contribuido a lograr exitosamente un acuerdo definitivo. Quizás deba mencionarse que en dicha fecha Costa Rica tenía ciertas características geo-políticas específicas que inducían al gobierno de los Estados Unidos a desear mantener relaciones amistosas con dicho país antes y en el momento de firmar el acuerdo.

En el contexto del análisis precedente, es importante considerar si los beneficios indirectos de los otros acuerdos Brady que se han analizado, referentes al retorno de capital que se había fugado y al aumento de ingresos netos de capital privado, se verán de alguna manera reducidos debido a que Costa Rica estuvo en mora durante un largo tiempo y logró un descuento tan importante en los niveles de deuda/servicio de deuda. Es demasiado pronto para emitir una opinión definitiva, pero pareciera que no se trata de un factor importante, siempre y cuando Costa Rica aplique políticas económicas apropiadas. Un aspecto posiblemente más problemático para la obtención de financiamiento externo privado, lo constituye el limitado tamaño de la economía y de las empresas capaces de captar recursos a través de determinadas categorías, por ejemplo, bonos.

Fuera del contexto de la Iniciativa Brady, la repactación más tradicional de la deuda comercial se volvió menos frecuente. La repactación chilena, en septiembre de 1990, fue una excepción importante. El enfoque especial adoptado por las autoridades chilenas se explica principalmente por la favorable evolución económica reciente. Chile ha aplicado durante varios años políticas macroeconómicas prudentes; el aumento de sus exportaciones ha sido extremadamente dinámico desde 1985 lo que contribuyó a disminuir la razón servicio/deuda. El otro factor fue que Chile había disminuido drásticamente su deuda comercial, aún antes que se anunciara el Plan Brady, mediante un activo programa de conversión de deuda y recompra de deuda. Es más, según la información para 1989, los indicadores de la deuda chilena habían mejorado lo suficiente como para que el Banco Mundial excluyera a Chile de la categoría de países severamente endeudados.

El acuerdo chileno fue especial, no solamente porque no incluyó alivio de deuda/o servicio de deuda (solamente postergó el pago de amortizaciones) sino que también debido al mecanismo mediante el cual se obtuvo "dinero fresco". En vez de obtener dinero fresco mediante el así denominado "dinero nuevo involuntario", distribuido más o menos proporcionalmente entre los acreedores bancarios existentes, Chile colocó bonos (por US\$320 millones) entre un reducido número de grandes bancos acreedores, que tienen un compromiso a largo plazo para financiar al país. Este mecanismo representó un paso importante para el regreso de Chile al mercado internacional de capitales, pero tuvo la desventaja de condiciones ligeramente menos favorables (amortizaciones a menor plazo y tasas de interés ligeramente más elevadas) que el "dinero nuevo" más convencional.

Es interesante que el acuerdo chileno sobre la deuda (al igual que el acuerdo mexicano) contribuyó a gatillar un flujo muy importante de capital privado hacia la economía, el cual —conjuntamente con otros factores— condujo a un marcado aumento en las reservas de divisas a mediados de 1991. Es más, en cuanto a diferentes tipos de inversiones de cartera, se ha dicho que Chile y México son los dos países en la región que han atraído los mayores flujos. Además, Chile es el primer país de la región que ha logrado un préstamo totalmente voluntario de un banco desde 1982 (es decir, un préstamo sin garantías y otorgado independientemente de una repactación de la deuda existente). Aun cuando muy pequeño, este préstamo es una señal práctica que Chile nuevamente ha recuperado su capacidad crediticia. Otro indicador de esta recuperación es, por supuesto, el precio secundario de la deuda, que alcanza al 90% del valor nominal. Sachs y Kneer¹⁴ definen la plena recuperación de la capacidad crediticia de un país deudor cuando su deuda vuelve a transarse a 100% de su valor. Parece que Chile se encuentra muy próximo a esa meta.

La superación de la crisis de la deuda en Chile se mide, por supuesto, no solamente mediante los indicadores de la Balanza de Pagos. Más importante ha sido la capacidad de la economía chilena para crecer a una velocidad bastante rápida en estos años.

Las recientes experiencias de Chile, México, Venezuela y Costa Rica parecen indicar que quizás no exista una sola manera o modalidad óptima para que los deudores recuperen su capacidad crediticia, sino que diferentes caminos son más apropiados para distintos países según sus propias circunstancias. Sin embargo, las características comunes de los países que aparentemente recuperan su capacidad crediticia y vuelven a crecer después de una crisis de endeudamiento, parecieran ser políticas macroeconómicas bastante prudentes y su relativa claridad y firmeza en cuanto a la manera en que desean manejar sus problemas de endeudamiento externo.

Existe un grupo de otros países en la región donde no se cumple cabalmente ninguna de dichas condiciones, aun cuando se estén haciendo importantes esfuerzos en este sentido. Esto es especialmente evidente en el caso de Brasil. Al prepararse este informe, persisten serios desequilibrios fiscales y macroeconómicos y no se ha llegado a un acuerdo sobre deuda con los bancos acreedores, aun cuando se ha informado que las negociaciones con estos bancos estarían avanzando hacia un acuerdo del tipo Brady¹⁵ y se había logrado un acuerdo preliminar para solucionar el problema de mora con los bancos comerciales. Sin embargo, aún si Brasil llegara a un acuerdo con los bancos acreedores sobre disminución de la deuda o de su servicio similar en magnitud a los acuerdos mexicano y venezolano, todavía no está claro —en atención al tamaño de los desequilibrios actuales— si ello le permitirá recuperar su capacidad crediticia y el crecimiento. Se requerirían esfuerzos internos paralelos para disminuir los desequilibrios macroeconómicos. Si éstos se hicieran y si el acuerdo disminuyera lo suficiente el servicio de la deuda como para facilitar el crecimiento, entonces también se podría esperar que en el caso de

Brasil se produzcan los beneficios indirectos descritos en algún detalle para México. En este sentido, es positivo el aumento en la llegada de capital privado a Brasil en 1991, a pesar de las difíciles condiciones macroeconómicas y la situación aún no resuelta de su endeudamiento.¹⁶ Es importante destacar que una emisión de Eurobonos de Petrobras fue sobresuscrita en agosto de 1991. Esta es la primera vez que un país que técnicamente se encuentra en mora y que no está de acuerdo con sus acreedores ha podido volver al mercado mundial de capitales.¹⁷

Si se firmara, tal como ahora pareciera posible, un acuerdo con Brasil, entonces es probable que el centro de atención de los bancos internacionales sea un acuerdo con Argentina. En el caso de que también se lograra un acuerdo hacia fines de 1991, se habrían logrado acuerdos con todos los principales deudores de América Latina.

Aún quedan dos aspectos por resolver. ¿Los acuerdos firmados en los dos últimos años (y especialmente aquellos con Brasil y Argentina) significarán una disminución suficiente de la deuda y se verán acompañados por esfuerzos internos paralelos que permitan lograr en dichos países una recuperación sostenida de su capacidad de crédito y crecimiento? Aun cuando existen indicaciones suficientes como para sentir un cierto grado de optimismo, todavía subsiste cierta incertidumbre en cuanto a si las tendencias positivas que se están observando en países tales como México, Chile y Venezuela serán sostenidas y si se extenderán a otros países deudores.

Quizás un motivo de preocupación incluso mayor sean los deudores relativamente más pequeños en América Latina (salvo Costa Rica y Bolivia que han resuelto su problema de deuda pendiente). Debido a que los países más pequeños "no le importan" a los bancos,¹⁸ existe el peligro que no se llegue a un acuerdo del tipo Brady o de otro tipo y que dichos países seguirán "trastabillando", con moras parciales, con poco acceso a nuevo capital privado, etc. Aun cuando estos países lleguen a acuerdos con sus acreedores comerciales, existe un riesgo importante que no sean capaces de atraer nuevos capitales privados de otras fuentes.

En consecuencia, parece importante que las instituciones financieras internacionales realicen un esfuerzo especial para apoyar los intentos de los gobiernos de los países deudores pequeños destinados a resolver sus deudas comerciales pendientes. Debido a la escasa posibilidad de que puedan atraer nuevos flujos, las instituciones financieras internacionales y los gobiernos deudores podrían argumentar con más fuerza en pro de una mayor disminución de sus razones deuda/servicio de deuda que la que lograron países tales como México y Venezuela. Además, el costo para los bancos es mucho menor, y en muchos casos ya han acumulado grandes reservas para aprovisionar su exposición en aquellos países.

Varios países más pequeños de América Latina también se encuentran muy endeudados con instituciones oficiales de financiamiento, tanto bilaterales como multilaterales. Este es un tema que está llevando a la acción, especialmente desde un punto de vista bilateral. Estas acciones necesitan ampliarse.

Se ha logrado un cierto avance en cuanto a la deuda bilateral oficial, desde que el Club de París ha concedido términos más generosos, a partir de septiembre de 1990, a varios países de ingresos medios seriamente endeudados, tales como El Salvador y Honduras. La deuda concesional se ha repactado con vencimiento a 20 años y 10 años de gracia; préstamos externos consolidados con vencimientos a 14 y/o 15 años y con 7 a 9 años de gracia. Además, estos acuerdos incluyen características interesantes, en cuanto a que al igual que todos los acuerdos del Club de París para países de ingresos medios bajos, existe una cláusula para la disminución de la deuda mediante la conversión de deuda en capital y/o swaps de deuda por naturaleza o desarrollo, que deben organizarse con cada país acreedor voluntariamente, con un tope de 10% del total de los préstamos comerciales totales o US\$10 millones, por acreedor, cualquiera sea el monto mayor.

En el contexto de la "Iniciativa para las Américas", el Gobierno de los Estados Unidos ha tomado similares medidas bilaterales. Ellas incluyen : a) permitir una disminución y reestructuración sustancial de los préstamos concesionales norteamericanos (por ejemplo, Ley 480) a los países latinoamericanos y b) vender una parte de los préstamos bilaterales pendientes según los programas del Eximbank y de la Commodity Credit Corporation, para facilitar la inversión extranjera y el financiamiento de programas ambientales. Parte de esta iniciativa ya ha sido aprobada por el Congreso de los Estados Unidos de América y ha comenzado a funcionar. Los demás acreedores no han adoptado iniciativas parecidas para los países latinoamericanos, salvo dentro del contexto ampliado de los acuerdos del Club de París.

Es importante destacar, debido a su posible efecto como precedente, que dos países de ingresos medios de fuera de la región se han beneficiado con una disminución bilateral oficial de la deuda mucho más significativa que los países de Latinoamérica; ellos son Polonia y Egipto. Estos acuerdos —celebrados a comienzos de 1991— otorgaron el equivalente a una *disminución de un 50%* del valor actual de los pagos del servicio programado de la deuda en el caso de la deuda bilateral oficial. Los acuerdos polacos y egipcios incluyen varios aspectos que son nuevos, y que podrían ser de interés para los negociadores de la deuda latinoamericana, especialmente para países de ingresos medios a bajo e incluso en algunos casos para países de bajos ingresos. Estos aspectos son los siguientes: 1) por primera vez, desde 1974, el Club de París ha aceptado consolidar la *totalidad* de la deuda elegible; 2) el pago de los intereses se rebaja uniformemente durante los primeros tres años del acuerdo; 3) la deuda concensional se repacta en condiciones sumamente favorables o concesionales (esto, una vez más, por primera vez para países de ingresos medios); 4) la base para el alivio de la deuda es el valor presente de los pagos programados del servicio de la deuda; 5) los pagos de capital comienzan a un nivel muy bajo y aumentan gradualmente y 6) la disminución de la deuda se distribuye a lo largo de 3 años, con el fin de reforzar la condicionalidad del Fondo Monetario Internacional.

Egipto y Polonia, al igual que otros países de ingresos medios bajos seriamente endeudados, pueden celebrar acuerdos con los países

acreedores para cambiar ciertas deudas por obligaciones en moneda local. Es interesante destacar que Polonia ha tomado una iniciativa de largo alcance en este sentido al anunciar en junio de 1991 que desea crear un gran fondo ambiental de aproximadamente US\$3 mil millones para combatir la contaminación, que sería financiado con la disminución de la deuda bilateral oficial, *que excedería la disminución del 50%* que ya se le ha otorgado.¹⁹

Aun cuando los funcionarios de los países acreedores han expresado, a nivel oficial, que Polonia y Egipto son casos especiales, que no deberían ser considerados como precedentes, muchos de ellos aceptan informalmente que se ha abierto un nuevo campo como consecuencia de estos dos acuerdos. En países de ingresos medios bajos en los cuales una disminución de deuda es urgente para reiniciar el crecimiento, es posible bregar por condiciones más generosas que las que se están otorgando actualmente.

III. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES DE POLITICA

Durante los dos últimos años varios países de la región han logrado, un *progreso significativo* en el manejo de sus deudas externas. La evidencia *preliminar* también señala que aquellos países que celebraron acuerdos que posibilitan un crecimiento sostenido, han comenzado a beneficiarse de efectos indirectos positivos, especialmente en el caso de los países más grandes de la región. No obstante que no se han reiniciado los préstamos bancarios voluntarios a la región (salvo un préstamo pequeño a Chile), otros flujos privados han aumentado significativamente con posterioridad a 1990. Así, en el caso de varios de los países más grandes de la región (México, Chile, Venezuela), las posibilidades de crecimiento parecen haber aumentado significativamente. Aun cuando menos seguras, las perspectivas de Brasil y Argentina también son esperanzadoras, especialmente en cuanto al logro de acuerdos sobre la deuda y la posibilidad de atraer nuevos flujos de capital privado. En los países pequeños altamente endeudados (salvo Costa Rica y Bolivia), el progreso en cuanto a la deuda ha sido mucho más lento y habrá que hacer esfuerzos especiales para acelerarlo.

Aun cuando el manejo de la deuda finalmente ha logrado un avance significativo, todavía se requieren medidas para ayudar a los países de la región a recuperar su capacidad crediticia y para crecer.

Las siguientes sugerencias se basan en medidas que deberían tomar (especialmente los gobiernos de los países industrializados) para *mejorar* la actual estrategia de manejo de la deuda, en vez de modificarla, bajo el supuesto que está dando resultados relativamente satisfactorios. Por supuesto, este punto de vista tendría que revisarse si, por ejemplo, grandes choques externos afectaran a la región, lo que en la actualidad parece poco probable.

A. Deuda comercial y flujo de capitales privados

Una medida que parece deseable, pero que es poco probable, es que los gobiernos de los países industrializados aumenten los fondos disponibles para operaciones de reducción de la deuda, principalmente en el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial. Las grandes exigencias que está haciendo Europa Oriental —y la Unión Soviética— hacen que esto sea incluso más improbable que en el pasado, a lo cual también contribuye el avance relativamente satisfactorio que ha logrado la actual estrategia.

Quizás más importante es el apoyo constante y cada vez mayor, conjuntamente con la asistencia técnica, que el Fondo Monetario

Internacional, el Banco Mundial, el BID y otros puedan dar a los países deudores en sus negociaciones con los bancos acreedores. Esta colaboración contribuye a que los acuerdos se logren rápidamente e incluyan una disminución suficiente de la deuda como para permitir que el país recupere su capacidad de crédito y crecimiento. Tal como se ha señalado anteriormente, *este apoyo es especialmente importante para los países deudores pequeños*. La Comisión Económica para América Latina (CEPAL) sugirió que la opinión del Fondo Monetario Internacional en cuanto a la capacidad de pago de un país deudor debería servir de base para determinar la disminución de su deuda y del servicio de su deuda a ser requerida a los acreedores privados;²⁰ a su vez el Fondo Monetario Internacional, en algunos casos especiales, podría aceptar moras de los países deudores con los bancos comerciales y otorgar nuevos préstamos, o incluso sancionar la mora como una restricción cambiaria amparada en los artículos de su Convenio. La presión ejercida por las instituciones financieras internacionales puede ser una mejor alternativa para reducir rápidamente la deuda, en vez de utilizar fondos públicos adicionales con este propósito. El flujo de fondos públicos adicionales a la región podría emplearse mejor para financiar inversiones esenciales en nuevos proyectos o para rehabilitar la capacidad existente, en vez de emplearlos para otorgar garantías adicionales a los bancos comerciales.

Si se recurre a garantías adicionales por parte de las instituciones financieras internacionales, parece más útil emplearlas para estimular nuevos flujos de capital privado.²¹

Un ejemplo específico destinado a estimular nuevos flujos privados, consiste en una ampliación del Programa Ampliado de Operaciones Cofinanciadas (ECO) del Banco Mundial, establecido para apoyar y mejorar el acceso de los países de ingresos medios a los mercados de capital y préstamos de los países industrializados. Este programa actualmente excluye a los países menos desarrollados que han repactado sus deudas en los últimos cinco años (tales como México y Chile). Parece evidentemente deseable que el Banco Mundial flexibilice los criterios de elegibilidad para incluir países que recientemente han completado acuerdos exitosos de reducción de deuda. Esto, y otras medidas similares, ofrecen incentivos a países que aplican medidas económicas sensatas y tratan de lograr acuerdos pertinentes con los bancos acreedores, estimulando con ello a otros a seguir caminos parecidos. En términos generales, se requiere que los países de la región tomen medidas adicionales para promover el co-financiamiento y otras facilidades otorgadas por las instituciones financieras internacionales como mecanismo para atraer nuevos flujos de fondos, así como hacer sugerencias destinadas a desarrollar y ampliar dichos mecanismos, cuando fuere necesario.

Desde un punto de vista más general, no solamente se requiere apoyo de las instituciones financieras internacionales, sino que también de parte de los gobiernos de los países industrializados y otros para estimular un mayor acceso de la región a diferentes formas de flujo de capital privado.

Un ejemplo importante de estímulo al financiamiento provisto por bancos comerciales, es que para los países que se considera que han superado sus problemas de deuda externa, los reglamentos bancarios de los países industrializados los eliminan de la "lista de repactación de deudas", de modo tal que el dinero nuevo no tenga que ser penalizado en la práctica mediante disposiciones sobre aumento automático de reservas por parte de los bancos. Un paso positivo en este sentido fue la eliminación de Chile de la lista norteamericana a comienzos de 1991. De manera parecida, en el caso de aquellos países que están emergiendo de sus problemas de deuda, parece deseable disminuir las exigencias de capital (dentro del contexto de las normas de capital del BIS - Bank of International Settlements) relacionadas con nuevos préstamos. Actualmente estas normas exigen un 100% de capital de respaldo para todos los préstamos a los países menos desarrollados y de esta manera, constituyen un importante desincentivo a nuevos préstamos. Cambios similares pueden ser necesarios para estimular otros flujos de capital privado hacia la región y/o eliminar sesgos reglamentarios existentes contra dichos flujos hacia los países en desarrollo.

Como se ha señalado, la nueva naturaleza de los flujos privados de fondos requiere no solamente que sean estimulados por los gobiernos de los países industrializados y de los países que los reciben. Además es importante:

- 1) El seguimiento y evaluación en cuanto a su naturaleza, y su pertinencia para financiar diferentes tipos de proyectos en la región, etc.;

- 2) La adopción de medidas regulatorias para canalizarlos hacia actividades deseables y para evitar (en el futuro) flujos excesivos, etc. Dichas medidas reglamentarias deberían adoptarse tanto por los gobiernos de los países industrializados como por los gobiernos de América Latina.

Volviendo a las regulaciones relativas a los flujos de fondos de los bancos y la deuda, parece conveniente que se hicieran cambios en Europa Occidental y Canadá (donde son relevantes) para estimular modificaciones tributarias que permitieran a los bancos continuar disfrutando de rebajas tributarias sobre provisiones para compensar posibles pérdidas por préstamos a países menos desarrollados, sólo si dentro de cierto lapso (por ejemplo, tres años) ellos conceden una disminución de deuda por lo menos igual a las pérdidas que han provisionado y sobre las cuales han recibido descuentos tributarios.²² El Reino Unido ha tomado una medida positiva, aunque parcial, en este sentido, pero aún no ha sido imitado por otros países. Una medida de este tipo sería atractiva para los gobiernos de los países industrializados porque no implica un costo fiscal para ellos e incluso podría rendir un ingreso adicional. En consecuencia, los gobiernos de América Latina deberían promover activamente cambios de esta naturaleza.

Nos hemos referido principalmente a las medidas que deberían tomarse por los actores en los países industrializados. Sin embargo, tal como se ha planteado en las secciones I y II, los gobiernos de los países deudores desempeñan un papel vital en la superación de sus

problemas de deuda. Esto es especialmente importante en el caso los países pequeños, muchos de los cuales se encuentran en mora con los bancos comerciales. Es importante que se aboquen enérgicamente a buscar fórmulas consensuales que les permitan llegar a "acuerdos", que disminuyan suficientemente las deudas como para permitir un crecimiento renovado. La solución "segundo mejor", evidentemente legítima de continuar en mora, podría en las nuevas circunstancias, *privarlos de un cierto grado de acceso a nuevos flujos*. El apoyo de las organizaciones financieras internacionales y de otro tipo (así como de asesores de otros países deudores) podrían constituir un valioso respaldo. No cabe duda que Costa Rica y Bolivia podrían dar valiosas lecciones sobre tácticas negociadoras y soluciones deseables en cuanto a deudas pendientes.

Entre los elementos que podrían inducir a los bancos comerciales a llegar a acuerdos con sus deudores, están los programas de conversión de deuda. En la medida que estos programas concuerden con las metas nacionales, por ejemplo, ofrecer incentivos adicionales para atraer inversión extranjera directa y/o para financiar privatizaciones, el gobierno deudor puede crear un programa de conversión de deuda como un incentivo para que los bancos celebren acuerdos más amplios sobre disminución de deuda.

B. Disminución de la deuda oficial

En el caso de los países seriamente endeudados, en los cuales la deuda oficial bilateral es significativa, es importante que se logren avances adicionales tendientes a su reducción. En este sentido, es deseable que la "Iniciativa de las Américas" de los Estados Unidos sea complementada por iniciativas paralelas de los gobiernos europeos, de Canadá, Japón y otros acreedores.

En forma alternativa, los países seriamente endeudados (especialmente los países de ingresos medios y bajos) podrían tratar de negociar una mejora significativa en sus repactaciones con el Club de París, sosteniendo válidamente que deberían obtener condiciones igualmente buenas como las que se otorgaron a Polonia y Egipto. Las instituciones financieras internacionales deberían apoyar dichos esfuerzos. Sin embargo, es posible que aquellos países que ya están recuperando su capacidad crediticia y de crecimiento (por ejemplo, los deudores más grandes) no deseen necesariamente solicitar una repactación al Club de París, si consideran que en el futuro esto podría dificultar su acceso a nuevos créditos garantizados oficialmente.

En el caso de países de ingresos medios bajos con importante endeudamiento oficial bilateral, es deseable encontrar una respuesta rápida e imaginativa, para beneficiarse de una cláusula de los convenios con el Club de París que permite una reducción de que hasta un 10% de la deuda bilateral oficial con el propósito de conversión de deuda, swaps de deuda por naturaleza y swaps de deuda por desarrollo. Tal como en el caso de la deuda comercial, es importante que estas operaciones se ajusten fundamentalmente a los objetivos de desarrollo

nacional y no solamente a las preferencias de los acreedores. Estas operaciones son interesantes, no solamente en cuanto a que proporcionan un cierto alivio en divisas y apoyo local para objetivos importantes, sino que también pueden constituir un puente para estimular financiamiento internacional adicional (de nuevos flujos) para los mismo fines, por ejemplo, inversión en naturaleza e inversión extranjera directa.

Notas

¹ OCDE, *Financing and External Debt of Developing Countries, 1990 Survey*, París, 1991.

² CEPAL, "El regreso de países latinoamericanos al mercado internacional de capitales privados: una nota preliminar", Santiago, abril de 1991, también OCDE, *op. cit.*

³ *Latin America Economy and Business*, septiembre de 1991.

⁴ Ver M. Dooley, "Market valuation of external debt", en J. Frenkel, M. Dooley y P. Wickhan (eds.), *Analytical Issues in Debt*, FMI, Washington, D.C. y S. Van Wijnbergen (1991), "México and the Brady Plan", *Economic Policy* (abril).

⁵ C. Massad, "Hechos externos, políticas internas y ajuste estructural", *Revista de la CEPAL*, N° 43, Santiago, abril de 1991.

⁶ Ver P. Aspe, "The Renegotiation of Mexico's External Debt", en M. Faber y S. Griffith-Jones (eds.), *Approaches to Third World Debt Reduction, IDS Bulletin*, Vol. 21, N° 2, abril de 1990.

⁷ Ver Aspe, *op. cit.*, varias publicaciones de CEPAL, World Bank, *World Debt Tables, 1990-1991*, Washington, D.C., Van Wijnbergen, *op. cit.*

⁸ Van Wijnbergen, *op. cit.*

⁹ Inicialmente el gobierno de México solicitó un 55% de disminución del servicio de la deuda; el acuerdo final incluyó una opción de disminución del servicio de la deuda de un 35%.

¹⁰ El cálculo previo lo efectuó el Banco Mundial, *op. cit.*; el último citado son cálculos propios.

¹¹ H. Reisen, "The Brady Plan and Adjustment Incentives", *Inter-economics*, marzo-abril de 1991.

¹² Para obtener una descripción de cuán extensas y costosas fueron las negociaciones de la deuda de Costa Rica, ver E. Rodríguez, "Costa Rica: A Quest for Survival", en S. Griffith-Jones (ed.) *Managing World Debt*, Wheatsheaf (UK), St. Martin's Press (UK) y FCE (México).

¹³ R. Devlin y M. Guerguil (1991), "América Latina y las nuevas corrientes financieras y comerciales", en *Revista de la CEPAL*, N° 43; ver también S. Griffith-Jones (ed.) *op. cit.*, capítulo de "Conclusiones".

¹⁴ J. Sachs y J. Kneer, "Debt reduction: The Basis and Shape of a New Strategy", *Inter-economics*, enero-febrero de 1990.

¹⁵ Material de entrevistas y *Latin American Economy and Business*, "Brazil: Debt talks get off to an untraditionally harmonious start", septiembre de 1991.

¹⁶ "Latin American borrowers set to re-enter the market", *Financial Times*, 4 de septiembre de 1991.

¹⁷ "Brazil seeks to come in from the cold", *Financial Times*, 4 de septiembre de 1991.

¹⁸ Material de entrevistas.

¹⁹ Material de entrevistas.

²⁰ CEPAL, *Latin America and the Caribbean: Options to Reduce the Debt*, Santiago, 1990.

²¹ P. Snowden (1991), "Reviving capital inflows are debt reduction" (mimeo), University of Lancaster, argumenta que la "nueva deuda" tiene mayores garantías que la "antigua deuda" reestructurada. Devlin y Guerguil, *op. cit.*, sustentan un punto de vista similar.

²² Ver S. Griffith-Jones y R. van der Hoeven, "La deuda: la herencia no deseada de los niños de hoy", CIEPLAN, serie Notas técnicas, N^o 139, mayo de 1991.

Apéndice

CONVENIOS SOBRE DEUDA EN EL MARCO DEL "PLAN BRADY": MEXICO, COSTA RICA Y VENEZUELA

La información que se incluye a continuación ha sido tomada de las Estadísticas y Suplementos de las Tablas del Endeudamiento Mundial, salvo cuando se indique lo contrario.

México (febrero 1990)

El acuerdo sobre deuda de México fue el primer pacto amplio en el marco de la iniciativa Brady. Se ofrecieron tres opciones a los bancos que participaron en las negociaciones. Primero, los antiguos préstamos podían cambiarse con un descuento de 35% sobre su valor nominal por bonos nuevos manteniéndose las tasas de interés a niveles de mercado. Segundo, como alternativa, la deuda antigua podía ser cambiada por bonos nuevos, a valor par, con tasas de interés fija de 6.25%. Ambas alternativas contemplaban bonos a 30 años, cuyo capital estaba garantido por préstamos otorgados por el Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial, y reservas japonesas y mexicanas depositadas en la Tesorería de los Estados Unidos de América en calidad de bonos con cupones de valor cero. El pago de intereses estaba garantizado durante 18 meses. También se podía otorgar dinero nuevo. Este tendría que ser equivalente a 25% de los préstamos a mediano y largo plazo de los bancos.¹

Finalmente, el acuerdo incluía una cláusula de recuperación de valor que establecía una relación entre el pago del servicio de la deuda y los precios del petróleo, la fuente principal de divisas del país. A partir de julio de 1996, si los precios del petróleo excedieran la barrera de US\$14 por barril, según precios de 1989, hasta 30% de los ingresos adicionales serían devengados en favor de los acreedores. Sin embargo, este pago adicional no podría exceder el 3% del valor nominal de la deuda convertida en bonos nuevos.

Cuando se firmó el acuerdo, el endeudamiento total del país era US\$95.6 miles de millones (Tablas del Endeudamiento Mundial 1990-1991) y solamente la porción de la deuda a largo plazo con los bancos comerciales se encontraba sujeta a repactación. El monto de la deuda incluida en el acuerdo fue aproximadamente US\$49 miles de millones, es decir, aproximadamente, la mitad del total de la deuda.

La mayoría de los bancos (aproximadamente el 60%) optaron por la disminución de la tasa de interés (US\$22.8 mil millones o 46.7% del total), otro 40.2% (US\$19.7 mil millones) optó por disminuir el saldo del principal y unos pocos ofrecieron préstamos nuevos (US\$6.4 mil millones o 13.1% del total).

Costa Rica (mayo de 1990)

El acuerdo firmado por Costa Rica fue más exitoso en cuanto a que disminuyó la deuda del país con los bancos comerciales en un 61.5%, según las Tablas del Endeudamiento Mundial 1990-1991.

El mecanismo de recompra se aplicó con un descuento de 84%. De un total de US\$1.61 mil millones (monto que excluye la deuda no registrada convertida a moneda local), se negociaron US\$1.2 mil millones dentro de esta opción. Este valor incluye intereses vencidos y es equivalente a 75.3% del valor total. Los bancos que negociaron más del 60% de sus acreencias pudieron cambiar el saldo por bonos, a valor par, con 20 años plazo y tasas de interés de 6.25%. Intereses atrasados podían cambiarse por bonos a 15 años con tasas de interés a niveles de mercado (LIBOR+13/16%). En ambos casos los intereses se garantizaban, los primeros entre 12 y 18 meses y los segundos durante 36 meses. Esta opción (conversión de capital más intereses adeudados o vencidos) abarcó US\$290 millones, que correspondían a 18% de la deuda total. Los bancos que vendieron menos de 60% de sus acreencias recibieron bonos sin garantías. El capital convertido ganaría una tasa de interés fija de 6.25% y los intereses vencidos (LIBOR+13/16)%. Esta opción (el principal más los intereses vencidos convertidos) involucró recursos por US\$289 millones, correspondientes a 17.9% del total.

Finalmente, se incluyó una cláusula sobre recuperación. El pago de intereses sobre los bonos originados en intereses atrasados se aceleraría y otros bonos recibirían tasas de intereses mayores, cuando el PGB excediera en 20%, en términos reales, su nivel de 1989.

Venezuela (agosto de 1990)²

El acuerdo venezolano fue similar al mexicano, pero incluyó una gama más amplia de opciones. La primera opción consistió en recompra de deuda. Se ofrecieron pagarés de corto plazo (91 días), con un descuento del 55% totalmente garantizados. Esta opción incluyó finalmente solamente US\$1.4 mil millones, 7.2% de la deuda que se podía repactar.

Tal como en el caso de la negociación con México, la segunda y tercera opciones consistieron en bonos descontados y bonos con valor par, respectivamente, plenamente garantizados. La segunda opción incluyó un descuento del 30%, con tasas de interés (LIBOR+13/16)%. Se contempló una garantía sobre los intereses durante 14 meses. A esta opción se acogieron US\$1.79 mil millones, es decir, 9.2% de la deuda sujeta a negociación. La tercera opción ofreció bonos a valor par, con

6.75% de interés, garantizados durante 14 meses. Esta opción abarcó US\$7.4 mil millones (37.9% del total) y fue la más preferida por los bancos.

La cuarta opción consistió en bonos que devengaban intereses fluctuantes, "step-down, step-up", esto es, bonos cuya tasa de interés era transitoriamente más baja. Devengarían 5% por concepto de intereses durante los primeros 2 años; 6% los dos años siguientes y 7% durante el quinto año. A partir del sexto año los bonos devengarían (LIBOR+7/8)%. A diferencia de las otras opciones, no se garantizó el capital, pero si los intereses durante el lapso de 12 meses en que las tasas de interés son fijas. La deuda retirada con esta opción alcanzó US\$2.9 mil millones o 14.9% del total afecto.

La quinta opción incluyó dinero fresco a ser aportado por los acreedores en montos equivalentes al 20% del valor de sus acreencias repactadas. También se incluyeron los derechos a conversión de deuda. Esta opción abarcó 30.7% del total de la deuda retirada.

Finalmente, al igual que en otros casos ya mencionados, se incluyó una cláusula asociada a las fluctuaciones en el precio del petróleo. Parte de los pagos por concepto de intereses podrá ser recuperado si los precios del petróleo excedieran US\$26 por barril, después de 1996.

Notas

¹ Fuente: H. Askari (1991), "Third World Debt and Financial Innovation, the Experiences of Chile and Mexico", Development Centre, OCDE, París.

² Fuente adicional: A.M. Alvarez (1990), "Venezuela en los años noventa: Acuerdo de reducción de deuda y política de ajuste", en *Seminario sobre Reconversión Productiva con Equidad*, elaborado por el Foro sobre Deuda y Desarrollo (FONDAD) en conjunto con la CEPAL y el PREALC. Santiago de Chile, 18-24 de noviembre de 1990.