

documento de trabajo

LOS BONOS BRADY

Roddy Rivas-Llosa M.

7(85)



UNIVERSIDAD DEL PACIFICO
CENTRO DE INVESTIGACION (CIUP)

Roddy Rivas-Liosa M.

LOS BONOS BRADY



UNIVERSIDAD DEL PACIFICO

LIMA - PERÚ

1997

© Universidad del Pacífico
Avenida Salaverry 2020
Lima 11, Perú

LOS BONOS BRADY

Roddy Rivas-Llosa M.

1a. Edición: agosto 1997

Diseño de la carátula: Chantal Nichtawitz.

BUP - CENDI

Rivas-Llosa M., Roddy

Los bonos Brady. -- Lima : Universidad del Pacífico, 1997. -- (Documento de Trabajo ; 28)

/DEUDA EXTERNA/RENEGOCIACIÓN DE LA DEUDA/PERÚ/

336.37(85) (CDU)

Miembro de la Asociación Peruana de Editoriales Universitarias y de Escuelas Superiores (APESU) y miembro de la Asociación de Editoriales Universitarias de América Latina y el Caribe (EULAC).

La Universidad del Pacífico no se solidariza necesariamente con el contenido de los trabajos que publica.

Derechos reservados conforme a Ley.

ÍNDICE

Introducción	11
1. Origen y evolución del plan Brady	13
1.1 La crisis de la deuda externa	13
1.2 Antecedentes: el plan Baker y la propuesta Miyasawa	18
1.2.1 El plan Baker_____	18
1.2.2 La propuesta Miyasawa	19
1.3 El plan Brady.	20
1.3.1 Etapas de planeamiento y ejecución	26
1.3.2 Las clausulas de riesgo compartido.	29
2. Un "menú" para los banqueros_____	31
2.1 Recompra directa de la deuda (<i>buy-back</i>).	31
2.1.1 Estilos de subasta	35
2.2 Canje por bonos a la par.	36
2.3 Canje por bonos con descuento.	37
2.4 Canje de deuda por inversión_____	38
2.5 Canje de intereses.	39
2.6 Clausulas de recaptura y sus métodos de indización	40
2.6.1 Producto bruto interno.	41
2.6.2 Petróleo _____	42
2.6.3 Comercio.	42

3.	Otros instrumentos del plan Brady.	43
3.1	Bonos de dinero nuevo (NMB).	43
3.2	Bonos de conversión de deuda (DCB).	45
3.3	Bonos de reducción de intereses (FLIRB).	46
3.4	Bonos de interés vencido y no pagado.	48
3.5	Bonos de capitalización (<i>C-Bonds</i>).	49
4.	Aplicación del plan Brady.	51
4.1	México: los primeros pasos.	52
4.1.1	Características de la emisión mexicana.	56
4.2	Brasil.	61
4.3	Filipinas.	73
4.4	Costa Rica.	79
4.5	Venezuela.	83
4.6	Uruguay.	92
4.7	Nigeria.	96
4.8	Argentina.	98
4.9	Jordania.	102
4.10	República Dominicana.	106
4.11	Bulgaria.	109
4.12	Polonia.	112
4.13	Ecuador.	120
4.14	Panamá.	125
5.	El caso peruano.	126
5.1	Antecedentes.	126
5.2	Deuda peruana refinanciada mediante el plan Brady.	128
5.3	El menú de opciones propuesto por el Perú.	130
5.4	La operación de refinanciamiento.	132
6.	Inversiones en bonos Brady.	135
6.1	El mercado de bonos Brady.	135
6.2	Valoración y cálculo de rentabilidades.	135

6.2.1	El caso básico: bonos sin garantía137
6.2.2	Incorporación de garantías _____	140

7. Comentarios finales.....142

Bibliografía. 145

Anexos. 149

Anexo No. 1:	El funcionamiento de los bonos sin cupones como garantía151
Anexo No. 2:	Clasificación de riesgo de los bonos Brady	154
Anexo No. 3:	Glosario de términos156

"Hemos reconocido que la forma más sabia y eficaz de proteger nuestros intereses nacionales es a través de los esfuerzos conjuntos para lograr objetivos comunes.

Esta ha sido la gran lección aprendida de la vida contemporánea, la de que los pueblos que habitan en la Tierra están inseparablemente imidos por un profundo y fundamental propósito colectivo"

Henry Morgenihau,

Presidente de la Conferencia de Bretton Woods.

Cita mencionada, en 1989,

por Nicholas F. Brady en la presentación de su plan.

Introducción*

El creciente nivel de endeudamiento externo es, sin duda, un enorme obstáculo para el crecimiento económico de los países en desarrollo. Durante la década de 1980, el mercado financiero internacional fue testigo de un fenómeno extendido: la dificultad generalizada de las naciones deudoras para hacer frente a sus compromisos soberanos. Como resultado, durante los últimos años ha surgido un interés particular por encontrar alternativas de solución viables y convenientes al problema de la deuda externa impaga.

Entre las propuestas más exitosas de refinanciamiento de deuda pública con la banca comercial, los acuerdos de tipo Brady han cobrado especial importancia. No obstante, esta alternativa de negociación continúa siendo poco conocida por el público, tanto en el plano de su ejecución como en lo referente a los instrumentos financieros emitidos como parte de su funcionamiento: los llamados "bonos Brady".

* El autor agradece la valiosa colaboración de Guillermo Runciman Saettone y Eduardo Torres Llosa, tanto por sus comentarios como por la información proporcionada. Asimismo, debe un agradecimiento especial a Eduardo Noriega Hoces, sin cuya iniciativa no hubiera sido posible esta publicación, al Centro de Desarrollo Gerencial de la Universidad del Pacífico, a Ugo Ojeda y su esposa Mariella Bautista.

El lector debe estar consciente de que al tratar el plan Brady nos estaremos centrando en un componente específico del grueso de la deuda exterior nacional: la deuda con los bancos comerciales. De este modo, debe evitarse la confusión de las negociaciones para los acuerdos tipo Brady con las negociaciones con el Club de París, el Fondo Monetario Internacional (FMI) o el Banco Mundial (BM).

El plan Brady constituye un **sistema de reestructuración** de la deuda impaga con la banca comercial acreedora. Su característica esencial es el reemplazo de la deuda antigua incumplida por instrumentos nuevos, a través de la presentación de un "menú" de opciones a los acreedores. Esta clase de acuerdos fue resultado de un proceso de evolución. No se presentó como una propuesta aislada, sino que se nutrió en gran medida de las contribuciones de otras ideas previas. La virtud del plan del Secretario del Tesoro norteamericano, Nicholas F. Brady, fue reunir todas esas ideas anteriores y actualizarlas, vinculando tres elementos que constituyen los fundamentos del sistema: mercado, crecimiento económico y garantías financieras.

La aplicación del plan Brady es un tema muy discutido. Incluso hoy en día, después de 8 años desde su aparición, persiste el enfrentamiento activo entre sus promotores y opositores radicales. Y aunque posiblemente Perú sea uno de los últimos países en acogerse a un acuerdo de este tipo, las evidencias indican que la negociación de bonos Brady ha cobrado especial importancia en el mercado internacional. En 1993, el valor transado de estos bonos correspondientes a los cuatro mayores países latinoamericanos emisores fue de US\$ 653,000 millones. Al año siguiente se negoció más de un trillón de dólares en bonos Brady a nivel mundial (US\$ 1,140 billones), mientras que durante 1995 esta cifra creció hasta sobrepasar los US\$ 1,580 billones. El estudio del mercado de bonos Brady, cuyo valor alcanza los US\$ 150,000 millones, es una interesante alternativa para los inversionistas durante los próximos años.

El objetivo de este trabajo es presentar al lector las etapas de desarrollo del plan Brady, y concentrar su atención en los documentos financieros emitidos en el marco de estos acuerdos. Este texto no está dirigido exclusivamente a economistas; por el contrario, la discusión macroeconómica del plan Brady se ha subordinado al enfoque financiero. Por este motivo, conviene -aunque no es

estrictamente necesario- que el lector esté familiarizado con la terminología usual en finanzas básicas.

A lo largo de las siguientes secciones se intentará responder preguntas como: ¿por qué surgió el plan Brady?, ¿quiénes fueron los pioneros en su aplicación?, ¿cómo se lleva a cabo un plan de este tipo?, ¿cómo describir su dinámica de funcionamiento? Y ¿qué información de utilidad conocemos de las experiencias extranjeras y del caso peruano?

El documento está organizado en seis secciones. En la primera se intenta construir una fotografía panorámica del plan Brady, se tratan los antecedentes del plan y sus características específicas. Las dos secciones siguientes tratan sobre las alternativas del menú de opciones presentado a los acreedores y los diferentes tipos de bonos Brady. La cuarta presenta un resumen de las operaciones de reestructuración de deuda al estilo Brady llevadas a cabo hasta la fecha, así como una síntesis de las características de los bonos emitidos. En la quinta sección se muestra un perfil de la aplicación del plan en el caso peruano y finalmente, la sexta sección revisa el tema de las negociaciones con bonos Brady.

1. Origen y evolución del plan Brady

1.1 La crisis de la deuda externa

Durante prácticamente toda la década de 1980, existió considerable presión económica sobre muchos países en desarrollo, en particular entre los países latinoamericanos. La sobreacumulación de deuda exterior se volvió un problema delicado, al hacerse evidente la incapacidad de pago de las economías endeudadas.

Junto con el avance de la década, la relación entre el monto adeudado y el volumen de la economía de los países deudores mostraba una desalentadora tendencia. Como se muestra en el Cuadro No. 1.1, la tasa de endeudamiento respecto del Producto Bruto Interno (PBI) de América Latina creció desde aproximadamente la tercera parte hasta casi las dos terceras partes, en un plazo de siete años.

Cuadro No. 1.1

DEUDA EXTERNA COMO PORCENTAJE DEL PRODUCTO BRUTO INTERNO ^v

	1980	1982	1987
América Latina	35.3%	46.3%	60.1%

1/ Cifras complementarias pueden encontrarse en Dornbusch, Rudiger *et al.*, *Soluciones a los problemas de la deuda de los países en desarrollo*, México: 1990, p. 37 y ss.

Fuente: Banco Mundial, *World Debt Tables 1988-1989*, Washington D.C.: The World Bank, 1988.

Si bien es cierto que estos valores son muy elevados, no logran graficar casos como el de Costa Rica, cuya deuda llegó a superar al PBI, lo que exigía a este país un pago anual de intereses equivalente al 8% de su producción.

En el marco de esta crisis, la discusión de fondo es la incapacidad de crecimiento de las economías a tan elevados niveles de endeudamiento¹. Durante estos años de decaimiento económico, el foco de atención de los políticos nacionales y de los prestamistas interesados en el futuro de sus inversiones fue la búsqueda de una palanca artificial que empujara a dichas economías deprimidas. Pero era evidente que el endeudamiento había dejado de ser una salida temporal, para convertirse en una necesidad permanente.

Antes de iniciar el estudio de los planes de reestructuración de deuda, conviene aclarar el concepto fundamental de la clasificación del endeudamiento. Como se muestra en el Cuadro No. 1.2, del total de deuda exterior nacional se puede distinguir el componente con acreedores públicos (organismos multilaterales u otros países) de aquel con acreedores privados. En esta categoría se considera la deuda con bancos comerciales, proveedores y las emisiones de bonos a otros tenedores privados. El plan Brady se centra en la reestructuración de la deuda con los bancos comerciales.

1. No existe consenso respecto a cuál es el "nivel aconsejable de endeudamiento" máximo. No obstante, se debe procurar que el interés vinculado a dicha deuda permita una tasa positiva de crecimiento económico. De acuerdo con Silvia Charpentier, especialista en el tema de deuda externa, el límite práctico de pago de intereses es 4% del PBI.

Cuadro No. 1.2

COMPONENTES DEL *STOCK* DE DEUDA EXTERNA

Deuda externa total						
Deuda de corto plazo	Deuda de largo plazo				Uso de los fondos del FMI	
	Deuda privada sin garantías	Deuda pública y públicamente garantizada				
		Acreedores públicos		Acreedores privados		
		Multilaterales	Bilaterales	Bancos comerciales	Bonos	Otros
		Banco Mundial	Club de París			

Fuente: Adaptado de Banco Mundial, *World Debt Tables 1994-1995*, Washington D.C.: The World Bank, 1994, p. ix.

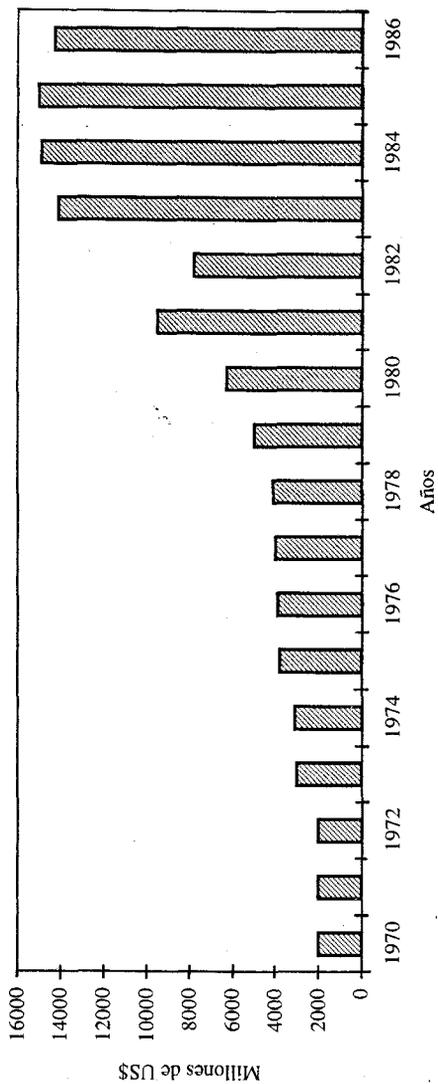
El régimen de garantías es uno de los aspectos más importantes en los acuerdos tipo Brady. La deuda sin garantías reales o financieras es conocida como "deuda soberana", puesto que involucra el compromiso del país en calidad de participante en el mercado internacional. Antes de 1988, no era común que la banca comercial exigiera otro tipo de garantías diferente al respaldo "nacional".

Puede verse, por ejemplo, la evolución de la deuda no garantizada (soberana) con acreedores privados de México, el país con el segundo mayor nivel de pasivos de este tipo en Latinoamérica². Como se observa en el Gráfico No. 1.1, a inicios de la década de 1980 ocurrió un cambio de tendencia. Esta visible aceleración del endeudamiento no es un fenómeno local, sino que se puede verificar en muchos otros países en desarrollo. Cabe notar que el "detonador" de este proceso generalizado de acumulación de deuda fue más bien un factor exógeno a las economías en desarrollo. La repentina sobredisponibilidad de fondos en el sistema financiero internacional provino básicamente de los países exportadores de petróleo.

2. Después de Brasil, en términos absolutos.

Gráfico No. 1.1

**MÉXICO: DEUDA EXTERNA DE LARGO PLAZO NO GARANTIZADA CON
ACREEDORES PRIVADOS, 1970-1986**



Fuente: Banco Mundial, *World Debt Tables 1988-1989*, Washington D.C.: The World Bank, 1988, pp. 406-407.

Motivados por la abundancia de depósitos de largo plazo, la respuesta de los grandes bancos fue el inicio de una política agresiva de colocaciones. Los países deficitarios (particularmente, los de la región latinoamericana) se convirtieron así en los sujetos de crédito más inmediatos. Evidentemente, estas economías en desarrollo y con escasa capacidad de planeamiento aceptaron prontamente un volumen considerable de créditos del exterior.

La crisis no tardó en sobrevenir. Aunque las condiciones acordadas con los bancos acreedores aparentemente beneficiaban a los países deudores, las políticas de inversión y gasto de los préstamos adquiridos no propiciaron la generación de recursos suficientes para repagar estos compromisos. Dicha carencia de planificación y austeridad se sumó al estancamiento económico, lo que en conjunto motivó en gran medida el incumplimiento de las obligaciones soberanas.

Hasta este punto, se puede afirmar con seguridad que la solución al problema del incumplimiento debía orientarse o bien al fortalecimiento de las economías deudoras o bien a la disminución de los pagos acordados (en particular, posibles reducciones en las tasas de interés sobre la deuda).

Mejora de las condiciones de la economía

Soluciones al problema de la deuda

Reducción de los pagos (menores tasas de interés)

Debe considerarse un factor adicional para explicar la reacción general de los prestamistas comerciales: la idea implícita, entre los acreedores extranjeros, de que el aumento de la producción de todo el país era inevitable. Se sostenía que cualquier disminución de este indicador era temporal y que su recuperación era cuestión de tiempo. Por este motivo, los esquemas de reestructuración de deuda durante los primeros años de la crisis simplemente aplazaron los pagos. Típicamente, se conservaba intacto el monto de la deuda y se ampliaba el plazo de repago con períodos de gracia. Como veremos más adelante, estas medidas no fueron suficientes para garantizar el reinicio del servicio de deuda de la mayoría de países prestatarios.

1.2 Antecedentes: el plan Baker y la propuesta Miyasawa

Obviamente, con el transcurso del tiempo, al interior de la banca comercial acreedora crecía la urgencia por concretar una solución al problema de la deuda. Entre 1982 y 1989, los bancos se basaron en esquemas de replanteamiento de cronogramas de pago. Estos acuerdos tendían a realizarse individualmente con cada país. No obstante, seguían una orientación común que permitía la existencia de cierta uniformidad entre los contratos de refinanciamiento.

Previamente a la formulación de las negociaciones de tipo Brady, en 1989, numerosas proposiciones al problema de la sobreacumulación de deuda comercial impaga fueron sugeridas; pero ninguna llegó a tener éxito. Entre ellas puede citarse al plan Baker, la propuesta Miyasawa (japonesa), la del Grupo de Río, la venezolana y la francesa. Todas se orientaron hacia la determinación de nuevas condiciones crediticias que faciliten el repago de los créditos, aunque cada una planteó caminos distintos para lograr dicha meta. A continuación revisaremos brevemente las dos primeras propuestas, que destacan por el valor de sus aportes para el surgimiento posterior del plan Brady.

1.2.1 El plan Baker

El "plan Baker" fue propuesto formalmente por **James Baker III** -Secretario del Tesoro norteamericano- en octubre de 1985, durante la 40ª asamblea anual del FMI y el BM, en Seúl. Sus principios, sin embargo, ya habían comenzado a aplicarse a partir del año 1982. Esta propuesta sostuvo la necesidad de ayudar a los países deudores a reconstruir sus economías, elevar la tasa de crecimiento de su producto nacional e impulsar las exportaciones. Como resultado, se esperaban mejores condiciones para llevar a cabo el servicio de la deuda.

En el marco del plan Baker, el país deudor debía³:

- aceptar un programa de ajuste del FMI o del BM;

3. Citado en Mukherjee, Mohua, *How does Brady-Type Commercial Debt Restructuring Work?*, Policy Research Working Papers (WPS 817), Washington D.C.: The World Bank, diciembre 1991, p. 1.

- negociar un nuevo cronograma de pagos del principal y los intereses de la deuda oficial contratada con el Club de París, hasta antes de una fecha establecida; y
- negociar un nuevo cronograma de pagos de toda la deuda principal impaga dentro de un determinado período. Algunas veces se requería solicitar nuevos créditos, cuyo valor normalmente no superaba el monto de los intereses impagos de la deuda original⁴.

Aunque el plan era técnicamente correcto y bien encaminado, no obtuvo los resultados esperados. Muchos países adoptaron estos esquemas y solicitaron sucesivos ajustes de cronograma y ni siquiera contaron con la capacidad para pagar los intereses del nuevo compromiso. Se hizo evidente, entonces, que la aplicación de soluciones de corto plazo no era suficiente.

Con el paso del tiempo, este tipo de acuerdos se volvió más difícil de lograr, dado que la banca comercial sistemáticamente perdía confianza en la capacidad de recuperación y crecimiento de los países deudores.

De este modo, impulsado por el enfriamiento de las alternativas tradicionales, se impuso hacia el final de la década de 1980 el sistema basado en un "menú de opciones". Esta aproximación ofrecía la flexibilidad necesaria para los bancos y para los países deudores. Por primera vez se difundió la reducción voluntaria de deuda como una posibilidad.

1.2.2 La propuesta Miyasawa

El representante de Japón presentó formalmente esta propuesta en junio de 1988, durante la reunión de los siete países más industrializados del mundo. Su iniciativa aporta, por primera vez, la idea de incluir garantías financieras en el proceso de reestructuración de la deuda. En el contexto económico y político, era evidente que el valor de las garantías soberanas había decaído enormemente. Las instituciones crediticias ya no se interesaban más en financiar repúblicas

4. Para una descripción y análisis del plan Baker, ver CEPAL, *Evolución del problema de la deuda externa en América Latina y el Caribe*, Serie Estudios e Informes de la CEPAL No. 72, Santiago de Chile: CEPAL, 1988.

que históricamente carecían de credibilidad. La adición de garantías financieras, como pueden ser los depósitos inamovibles o los instrumentos financieros de largo plazo, redujo dramáticamente el "riesgo país" y traspasó por completo esta consideración al flujo de intereses. El plan Miyasawa constituyó uno de los avances más significativos hacia la concepción del plan Brady. Por otro lado, marcó un corte drástico en el modo de considerar las garantías soberanas de muchos países en desarrollo: lo que antes había sido el respaldo valioso y suficiente de un país, se convirtió en una pieza de museo⁵. A partir de este momento se puede decir que, desde el punto de vista de las operaciones de refinanciamiento de deuda comercial, los países se transformaron por completo en una clase más de empresas privadas en el mercado abierto.

1.3 El plan Brady

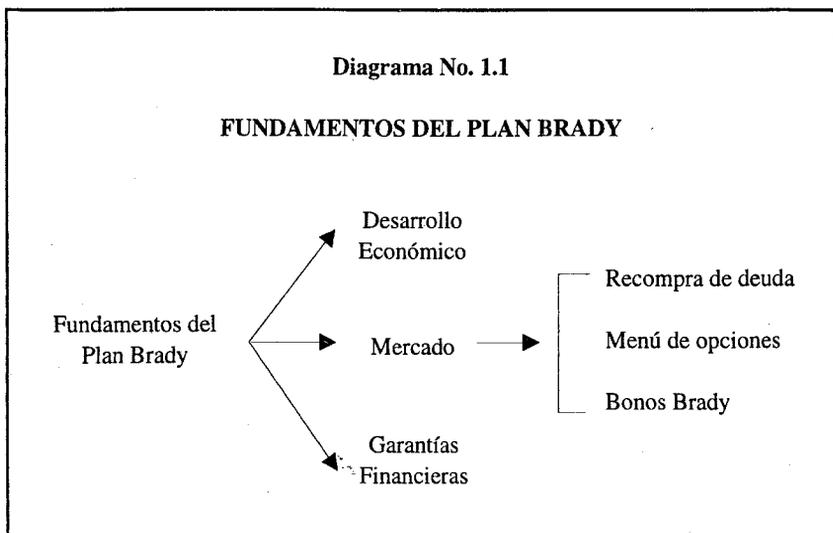
El plan Brady nació oficialmente el 10, de marzo de 1989, su autor fue el Secretario del Tesoro norteamericano, Nicholas F. Brady. Su propuesta fue presentada en el discurso que pronunció aquel día, en una conferencia sobre la deuda de los países del tercer mundo. Esta conferencia fue auspiciada por la institución Brookings y la comisión Bretton Woods⁶.

N. Brady logró dar fuerza y legitimidad a la idea de reducir la deuda y su servicio. Su contribución fue de cabal importancia para motivar a los círculos gubernamentales y a los organismos multilaterales. De este modo, la reducción de la deuda dejaba de ser un tabú, para transformarse en el principal punto de atención de los negociadores.

Como se mencionó en la sección introductoria, el plan Brady se sostiene sobre tres pilares fundamentales: el **desarrollo económico**, el **mercado** y las **garantías financieras** (ver Diagrama No. 1.1).

5. Se podría mencionar como excepción a Chile. Sus negociaciones de reestructuración de deuda siempre exigieron el reconocimiento de la garantía soberana como medio suficiente de respaldo. Evidentemente, este país prestó atención y recursos para mantener un perfil de cumplimiento compatible con sus aspiraciones.

6. El discurso original se publicó como: "Remarks by the Secretary of the Treasury Nicholas Brady to the Brookings Institutions and the Bretton Woods Committee Conference on Third World Debt", en *Treasury News*, Washington, 10 de marzo de 1989.



En el contexto de los planes de reestructuración de deuda, "**desarrollo**" puede interpretarse como la tendencia al crecimiento estable y autosostenido de la economía. Los países del tercer mundo no podían crecer porque sus aparatos productivos no funcionaban adecuadamente, carecían de la tecnología o dependían excesivamente de la ayuda financiera externa. Al hablar de este tema, en la mayor medida posible, Brady buscaba vencer tales obstáculos. ¿Cómo hacer efectiva dicha intención? ¿Cómo involucrarla en el plan de reestructuración de deuda? Nutriéndose de la propuesta del plan Baker, la respuesta fue exigir a los países candidatos la adopción de programas de ajuste y saneamiento económico, orientados por el FMI. En este marco, el FMI continuó actuando como el director de la orquesta económica mundial; pero tal vez más importante: los Estados Unidos de Norteamérica se mantuvieron en una posición preponderante, basada en la influencia que conservaban en dicha institución.

El plan Brady incluye tres consideraciones centrales vinculadas con el **mercado**: la recompra de deuda, la emisión de bonos Brady y el ofrecimiento de un menú de opciones. Es necesario detallar de qué manera se relaciona cada

uno de estos aspectos al concepto de "mercado". La recompra es una alternativa conocida (incluso desde la década de 1940), que generalmente propicia una mayor disminución de la deuda pendiente respecto del conjunto de opciones. En la medida que la deuda es de peor calidad, el precio (determinado por la oferta y la demanda) cae y esto beneficia al país deudor al efectuar la recompra. Desde sus inicios, este método de solución fue moralmente rechazado. Objetivamente, constituye la más clara ejemplificación de cómo un país puede "aprovecharse" de su escasa credibilidad internacional para reducir su deuda pendiente.

Además, el plan Brady se enlaza con el mercado mediante la emisión de los bonos Brady, instrumentos negociados en el mercado secundario. Con la emisión de dichos bonos, se transforma la deuda antigua en documentos de libre negociación, de tal suerte que los bancos tenedores pueden "salir de la atadura" con el país deudor, vendiéndolos en el mercado secundario. Los bonos también permiten amplia flexibilidad para incluir en el acuerdo mejoras o condiciones específicas, tales como garantías financieras y cláusulas de recaptura de valor⁷.

Finalmente, dentro del esquema Brady se mantiene la forma del menú de opciones. *A priori*, el país deudor no tiene certeza sobre la demanda de cada una de las opciones por parte de los bancos. Los acreedores, por su parte, evalúan las ventajas comparativas de cada uno de los documentos ofrecidos a cambio de la deuda pendiente y eligen con plena libertad. Se forma, de esta manera, un micro-mercado en el cual el país deudor ofrece diversos productos sustitutos. Cada acreedor escoge las alternativas que prefiere, en función de sus expectativas e intereses. Algunas de estas opciones implican descuento de deuda, mientras que otras incluyen reducción de tasas de interés u otras modificaciones sobre el acuerdo original de crédito.

Respecto de las **garantías financieras**, debe recordarse que la deuda **antigua** que se reestructura mediante el plan Brady, por lo general, cuenta con una garantía **soberana**. Es decir, que sólo existe el compromiso **formal** del país de pagar la deuda adquirida. Se trata pues, de una garantía subjetiva. No hay colateral independiente del "riesgo país".

7. Para una explicación detallada, ver la sección 2.6.

La garantía soberana de pago se sustenta en dos argumentos:

- **El supuesto axiomático de que un país no puede quebrar.** A diferencia de otros deudores (personas naturales o empresas), la naturaleza del país garantiza que siempre existan recursos de su propiedad. El territorio, la infraestructura pública, la capacidad de **señoriaje**⁸ y ciertos recursos naturales son de algún modo "permanentes". Por este motivo, los acreedores de un país tienen la seguridad de que éste podrá disponer de medios para confrontar crisis económicas y así, asegurar la recuperación de sus préstamos.
- **La credibilidad ganada por un país.** No obstante la consideración anterior, evidentemente todos los países tienen políticas diferentes. Algunos se han ganado la reputación de buenos pagadores. Otros, por el contrario, priorizan el uso de sus recursos hacia fines ajenos al servicio de la deuda. La particular escasez de recursos líquidos en los países en desarrollo confiere una alta prioridad al factor **credibilidad**. En la práctica, por ejemplo, puede ser una muestra de compromiso de pago para los acreedores, la implementación de programas de ajuste económico que se orienten al uso racional de los recursos del Estado (austeridad) y a la generación de divisas (fomento de las exportaciones).

La aplicación del plan Brady ha contribuido a la mejora de la situación de endeudamiento de los países en que se ha puesto en marcha. En el Cuadro No. 1.3 se resume la evolución de dos indicadores del grado de importancia de la deuda externa en la economía de los deudores: el ratio deuda sobre exportaciones y el ratio servicio de deuda sobre exportaciones. Se consignan intencionalmente los valores para una fecha previa a la aplicación de planes tipo Brady, y para dos fechas posteriores a su puesta en marcha.

8. Uso efectivo del dinero emitido por el Estado para pagar sus propios gastos y deudas. En el fondo se trata de la capacidad del Estado para que la gente acepte el "papel moneda", que sólo él puede imprimir legalmente, que le permita efectuar transacciones.

Cuadro No. 1.3

INDICADORES DEL VOLUMEN RELATIVO DE LA DEUDA EXTERIOR

Grupo	Deuda/exportac. (%)			Serv.deuda/exportac.(%)		
	1987	1993	1994	1987	1993	1994
Países en desarrollo	194	172	167	24	18	17
Latinoamérica y Caribe	378	261	247	37	29	29

Fuente: Banco Mundial, *World Debt Tables 1994-1995*, Washington D.C.: The World Bank, 1994, p. 25.

Como se observa, los indicadores después del inicio del plan son más favorables que en el año 1987. Esto es especialmente notable en el caso de Latinoamérica, que además ostenta la mayor proporción de países Brady (65% del total, sin contar al Perú).

El plan Brady heredó la mayoría de sus principios de sus predecesores. En perspectiva, el plan Brady es la evolución natural de las anteriores tendencias: la recompra de deuda, el aporte de Miyasawa y el plan Baker. En los términos de las políticas previas, Brady delineó sus premisas fundamentales del siguiente modo⁹:

- el crecimiento económico es esencial para la solución del problema de la deuda,
- los países deudores no alcanzarán un nivel suficiente de crecimiento económico si no adoptan reformas,
- los países deudores tienen la necesidad constante de los recursos del exterior,
- las soluciones se deben aplicar caso por caso.

9. Citadas en el discurso de presentación del plan Brady.

Como ocurría en el plan Baker, los acuerdos de tipo Brady para reducción de deuda serían voluntarios y todas las transacciones se basarían en el mercado. Sin embargo, a diferencia del primero, el plan Brady se concentra más en lograr una **reducción voluntaria** que en conceder nuevos créditos. Como veremos en capítulos posteriores, esto no quiere decir que en el marco del plan Brady no sea posible dicha concesión. Se abren líneas de crédito y se otorga dinero fresco al país deudor no sólo de parte de los acreedores comerciales, sino también de los organismos multilaterales.

Desde el punto de vista de Devlin¹⁰, los aspectos novedosos de la iniciativa Brady son:

- el compromiso de asignar recursos públicos, sobre todo por medio de las instituciones multilaterales (FMI y BM), para apoyar y estimular operaciones de reducción de la deuda bancaria;
- la recomendación de que el FMI deje de condicionar la aprobación de programas o de su financiamiento a que los países concluyan previamente las negociaciones de la deuda con la banca comercial;
- la propuesta de que los países donde se localiza la banca acreedora, modifiquen sus regulaciones bancadas e impositivas para propiciar las operaciones de reducción de deuda.

La idea del secretario del Tesoro era que la banca acreedora siguiera desempeñando una función esencial. Según mencionó en su discurso: "el énfasis de sus esfuerzos será la promoción de normas acertadas de política económica en los países deudores a través del apoyo y el asesoramiento financiero". Y esto nos motiva a no perder de vista el espíritu fundamental de todo el plan: **el apoyo mutuo**. Tanto a nivel de países como entre acreedores y deudores, existe una profunda red de vínculos comerciales y políticos que los intercomunican. Esta red constituye una razón adicional para creer que la ayuda internacional no sólo beneficia a los deudores, sino también a los acreedores.

10. Devlin, Robert y Nora Lustig, "El plan Brady, un año después", en *Comercio Exterior*, vol. 40, No. 4, México: Banco Nacional de Comercio Exterior, abril 1990, p. 295.

1.3.1 Etapas de planeamiento y ejecución

Es posible elaborar un esquema de etapas necesarias para poner en funcionamiento un plan Brady. Desde el punto de vista del deudor, el planeamiento y ejecución podría resumirse del siguiente modo (ver Cuadro No. 1.4):

- Evaluación de las alternativas disponibles. Principalmente son cuatro:
 - a) Recomprar el monto de deuda pendiente, adquiriendo los instrumentos en el mercado secundario.
 - b) Negociar con los acreedores una ampliación del plazo de repago y/o condonación de cierta parte de la deuda.
 - c) Aplicar un plan tipo Brady, que es de algún modo una mezcla de las dos opciones anteriores.
 - d) Abandonar la idea de un plan Brady y acordar con los acreedores un intercambio de deuda por inversión, ecología o algún otro régimen que favorezca ganancias mutuas.

Sobre cada una de ellas, el país deudor podría usar algunos de los siguientes criterios: ¿es viable su aplicación?, ¿cuánto dinero requeriría?, ¿cómo afectará la imagen de nuestra economía en el mundo?, ¿quiénes lo han hecho antes y cómo resultó?

- Determinación del *stock* de deuda pendiente. Debe considerarse que este monto incluirá el principal, los intereses atrasados, así como las moras sobre dichos intereses, si es que el contrato de endeudamiento las impusiera.
- Escoger los instrumentos financieros que se generarán para intercambiar por deuda pendiente. Como veremos en las próximas secciones, estos instrumentos usualmente son de tipo "bonos a la par" y "bonos con descuento".
- Confeccionar el menú de opciones. Evidentemente, los acreedores elaborarán su selección en función de una amplia gama de criterios. No obstante, el menú de opciones debería ofrecer alternativas con una relación de rentabilidad-riesgo más o menos uniforme para el prestamista. Por ejemplo, un bono que no cuente con garantías de repago ofrecerá una tasa más alta de interés que uno con garantías.

Presentar el "menú para los banqueros" y aguardar la decisión de los bancos. Posteriormente y en función de la proporción de acreedores que elijan cada alternativa, se colocarán los instrumentos respectivos y se adquirirán las garantías financieras (usualmente bonos del Tesoro norteamericano) si es necesario. Finalmente, se deben regularizar los pagos comprometidos a lo largo de la negociación e iniciar el servicio de los documentos emitidos.

Cuadro No. 1.4

ETAPAS FORMALES EN LA IMPLEMENTACIÓN DE UN PLAN TIPO BRADY

Acuerdo en principio (<i>agreement in principle</i>)	En este punto, el gobierno del país deudor y el comité asesor de bancos acreedores delinearán las características generales del acuerdo de reducción de deuda. El fruto de esta negociación se consigna en un documento de términos directrices. Se debe determinar el monto de la deuda considerada en el proceso de reestructuración, conocida como deuda elegible .
Aceptación de la hoja de términos (<i>agreement on terms sheet</i>)	Los acreedores y el comité asesor fijan las opciones para la reestructuración. Posteriormente, el comité las discute con los mismos acreedores.
Dispensas de cláusulas clave (<i>securing waivers</i>)	El deudor debe obtener la dispensa de algunas cláusulas del contrato de crédito original. Las más usuales son: la <i>sharing clause</i> , la <i>pari passu</i> y la <i>negative pledge</i> ^{1/} .
Selección de opciones	Los bancos acreedores escogen las opciones que desean a partir de las alternativas en el menú. Algunos deudores exigen un mínimo de participación en una opción para hacerla válida. Por este motivo, de vez en cuando, se debe "rebalancear" la distribución de opciones.

(continúa)

(continuación)

"Colateralización" (<i>securing collateral</i>)	Una vez que se conoce el monto elegido de cada opción, se procede a adquirir las garantías respectivas, si así se ha establecido en la hoja de términos.
Firma del acuerdo (<i>signature</i>)	En la firma participan el deudor, los bancos acreedores, los bancos que actúan como agentes fiscales y de cierre y la Reserva Federal (cuando proporciona el colateral). En algunos países, el Parlamento confirma el acuerdo.
Intercambio de instrumentos (<i>closing</i>)	Los créditos bancarios (típicamente en la forma de pagarés) se intercambian por bonos Brady, se depositan las garantías y se efectúa el pago en efectivo establecido en la hoja de términos.

1/ Ver el Anexo No. 3.

Fuente: Banco Mundial, *World Debt Tables 1994-1995*, tomo 2, Apéndice 2, Box A.2.2., Washington D.C.: The World Bank, 1994, p. 69.

¿Qué se consigue mediante la aplicación de un plan tipo Brady?

- **Reducir y ampliar el plazo de vida de la deuda pendiente.** De este modo, se mantiene artificialmente la "confianza" en el país deudor. No cabe duda de que a través de estas interpretaciones se daña sistemáticamente el aparato financiero¹¹. Sin embargo, la falacia de un "borrón y cuenta nueva" anima a muchos acreedores.
- **Hacer uso ventajoso de nuevos acuerdos de tasas de interés.** La deuda reestructurada nace de la conjunción de dos tendencias. Por un lado, el objetivo de los acreedores, quienes buscan mayor rentabilidad y menor riesgo. Por el otro, la orientación del deudor, reducir el costo por afrontar al mínimo posible¹².

11. Sobre el particular, el lector puede revisar los trabajos de Guillermo Runciman S.

12. De nuevo aparece la discusión: ¿es que la única consideración es de índole económico?
¿Hasta qué punto se pierde credibilidad mediante programas de aplazamiento o condonación de deuda?

- **La reformalización de los cronogramas de pago y la emisión de deuda de "alta calidad"** origina, en la práctica, una reducción del "riesgo país" y promueve la afluencia de inversiones al país deudor.

1.3.2 Las cláusulas de riesgo compartido

El ofrecimiento de un menú de opciones de refinanciamiento a los acreedores permite que cada uno de ellos decida, basados en sus preferencias, una combinación de rentabilidad y riesgo para la nueva deuda reestructurada. Cada acreedor está en la posibilidad de obtener distintos grados de cobertura de riesgo y descuento de deuda, como resultado de la canasta de alternativas que escoja.

Sin embargo, los contratos de crédito originales (aquellos que dieron lugar a la deuda no pagada, en reestructuración) usualmente incorporan cláusulas de protección, cuya función es prevenir que se brinde condiciones preferenciales a un acreedor sobre otro. Este tipo de restricciones impuestas con anterioridad al acuerdo Brady se oponen formalmente a su ejecución, pues mediante el intercambio de deuda antigua por deuda nueva de características diversas, el país deudor está efectivamente otorgando condiciones particulares a los acreedores, en función de las alternativas escogidas. Es necesario, por lo tanto, que el comité de acreedores convenga en levantar la aplicabilidad de dichas cláusulas antes de poder hacerse efectiva la reestructuración de deuda.

En este marco existen tres cláusulas centrales: la *pari passu clause*, la *negative pledge clause*¹³ y la *cross default clause*¹⁴. Examinemos cuál es la función de cada una de ellas.

- La cláusula *pari passu se* impone para evitar que algún acreedor futuro obtenga regímenes de garantías o condiciones superiores a las brindadas a los acreedores originales. Esta norma es común en contratos de crédito internacional y obliga al prestatario (emisor de la deuda) a hacer beneficiarios de las nuevas condiciones a los acreedores originales, en caso de otorgar facilidades a nuevos prestamistas.

13. Cláusula de "pignoración negativa".

14. Cláusula de "incumplimiento cruzado".

- Por su parte, la cláusula *negative pledge* consiste en la promesa del prestatario de no gravar activo alguno con un derecho pignoraticio, sin el consentimiento previo del prestamista. Así, se restringe el ofrecimiento de garantías financieras adicionales a nuevos prestamistas, una vez que ya han sido brindadas a los acreedores originales.
- La cláusula de incumplimiento cruzado (*cross default*) se impone con el fin de proteger en el mayor grado posible a los acreedores, en el caso de que el deudor no haga frente a sus obligaciones. De acuerdo con esta cláusula, cualquier incumplimiento con alguno de los prestamistas es suficiente para que los contratos de crédito firmados con el resto de ellos sean considerados igualmente incumplidos por el deudor. De este modo, los acreedores pueden iniciar las medidas apropiadas para garantizar la recuperación de la deuda pendiente ante la primera señal de incapacidad de pago.

Las siguientes condiciones, acuñadas por Islam¹⁵, resumen el funcionamiento del plan Brady. Ellas nos servirán a modo de síntesis y como primera mención de algunos tópicos que se tratarán más adelante.

- 1) Todo país que busque ser sujeto de reducción de deuda debe ejecutar medidas de política orientadas al crecimiento. Los primeros objetivos deben ser la motivación de inversiones extranjeras, el incremento del ahorro doméstico y la recuperación de los capitales fugados al exterior.
- 2) La banca comercial debe acordar una renuncia mancomunada a las cláusulas de distribución de pérdidas¹⁶ y *negative pledge*.
- 3) El FMI y el BM deben brindar apoyo financiero, ya sea en el caso de recompra de deuda como en el de emisión de bonos.
- 4) Las naciones deudoras deben establecer programas viables de intercambio de deuda por acciones. Se debe permitir la participación de inversionistas internos, a fin de alentar la repatriación de capitales.

15. Islam, Shafiqul, "Una forma de avanzar más allá del Plan Brady", en *Boletín CEMLA*, vol. 36, No. 2, México: Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA), marzo 1990, p. 83. Resumidas a partir del texto original.

16. Se refiere a las cláusulas mencionadas en la sección anterior.

- 5) Los bancos comerciales pueden suministrar dinero nuevo en forma de créditos comerciales, préstamos para proyectos y créditos concertados o voluntarios.
- 6) Los gobiernos acreedores deben continuar la reestructuración de sus préstamos pendientes por mediación del Club de París, proporcionar apoyo financiero adicional a los deudores que buscan la reducción de su deuda y mantener mercados abiertos y crecientes por medio de políticas sólidas.

2. Un "menú" para los banqueros

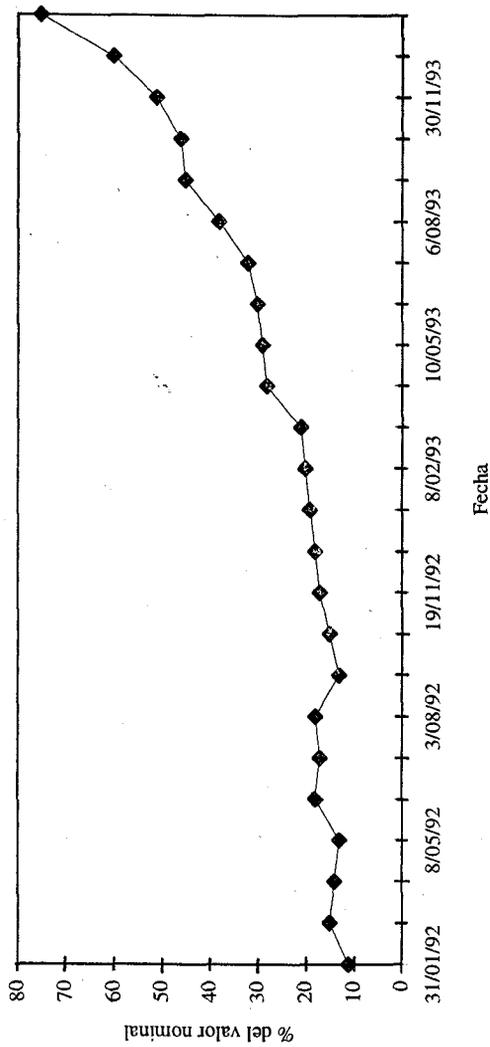
Dos de las características más relevantes del plan Brady son la adición del menú de opciones en la negociación y el establecimiento de garantías financieras para la deuda reestructurada. En esta sección profundizaremos tres de las alternativas más simples en el menú de opciones Brady: la recompra de deuda, la emisión de bonos a la par y la emisión de bonos con descuento. Adicionalmente, analizaremos tres aspectos puntuales de las negociaciones de intercambio de obligaciones: el canje de deuda por inversión, el canje de intereses y las cláusulas de recaptura de valor incluidas en algunos bonos Brady.

2.1 Recompra directa de la deuda (*buy-back*)

Mediante esta alternativa, el país deudor hace uso de sus reservas en efectivo (o bien líneas de crédito otorgadas por bancos comerciales o algún organismo multilateral, como el BM y el FMI), para recomprar con descuento parte de su deuda con los bancos acreedores. Típicamente, se toma como precio de referencia el de la deuda en el mercado secundario.

En el Gráfico No. 2.1 se puede ver la evolución de la cotización de la deuda externa del Perú (Perú-CITI) en el mercado secundario, durante los años 1992 y 1993. Este período goza de especial importancia, ya que en su interior se gestaron las estrategias del gobierno peruano para hacer frente al problema de la deuda comercial incumplida.

Gráfico No. 2.1
COTIZACIÓN DE LOS PAGARÉS DE DEUDA EXTERNA PERUANA,
1992-1993



Las fluctuaciones de precio se deben fundamentalmente, como en cualquier otro tipo de valor negociable, a la confluencia de la oferta y la demanda. En el caso particular de la deuda pendiente de pago durante el período crítico mostrado, cobra trascendencia el conjunto de expectativas de recuperación del valor nominal de los títulos; es decir, la esperanza de cumplimiento de las obligaciones.

Si los inversionistas tienen seguridad de que el Perú honrará el pago de la deuda, entonces el precio de mercado se aproximará más al valor nominal de los pagarés¹⁷. Esto se verificó cuando el Perú anunció que los documentos de deuda se podrían utilizar en una operación de canje por inversión privatizable. Aún cuando el cumplimiento de la obligación no iba a ser inmediatamente cancelado en efectivo de libre disposición, los tenedores de los pagarés de deuda encontraron que podían obtener un incremento del valor de cambio de los instrumentos de deuda, en la forma de canje por acciones de empresas en proceso de privatización .

Como se ha mencionado en la sección anterior, subsiste una intensa discusión en los foros económicos sobre la conveniencia de aplicar políticas de recompra de deuda. Los más liberales sostienen la posición de que comprar la deuda cuando el precio es bajo constituye una decisión **económicamente razonable**. Esto termina con el problema de la deuda "de un solo golpe", mediante el uso de recursos comparativamente reducidos. Muy por el contrario, los estudiosos más conservadores defienden la tesis de que las recompras son **perjudiciales para el país deudor** porque comprometen su credibilidad. Y sus argumentos continúan: "el analista de corto plazo considerará que el problema de la deuda ha quedado solucionado. Pero cuando se pregunte si ahora nuevamente es sujeto de crédito, la respuesta será desalentadora. Tanto el crédito como la inversión requieren de una sólida credibilidad del Estado, que no se restablece mediante el perdón de las deudas que lograríamos de nuestros acreedores"¹⁹.

17. El precio de los pagarés de deuda externa está determinado, en el sentido más amplio, por factores semejantes a los que condicionan el precio de un bono. Estos factores pueden ser de naturaleza diversa: rendimiento del mercado, riesgo de incumplimiento, tiempo restante para la fecha de maduración, etc.

18. Este tema, en particular, se trata con más detenimiento en la sección 2.4.

19. Runciman S., Guillermo, "¿Le conviene al Perú reestructurar su deuda en el marco del plan Brady?", en *Punto de Equilibrio*, Lima: CIUP, octubre, 1994, p. 12.

Sin perjuicio de lo anterior y desde una perspectiva de corto plazo, una recompra tendrá su máximo grado de efectividad si se acerca a las siguientes tres condiciones²⁰:

- el precio del mercado secundario es muy bajo;
- la recompra se aplica a toda la deuda bancaria de largo plazo; y
- los recursos para la recompra son **donados** por terceras partes.

En el marco de una operación de recompra, ha de tenerse presente que el precio al que será posible readquirir los certificados de endeudamiento será efectivamente más alto que el que rige en el mercado al momento de darse a conocer la oferta. Esto ocurre por el efecto de la presión al alza en la demanda por los documentos, ya sea generada por el propio país en el proceso mismo de la recompra o por la expectativa de los tenedores de un incremento en el precio de los títulos.

Islam anota que la segunda condición debe complementarse negociando el precio de adquisición y la plena participación de todos los bancos, "no dejados a la suerte que puedan correr en una licitación de mercado"²¹. En efecto, la estrategia recomendable para todo país prestatario será aquella que logre comprometer al grueso de los bancos en la alternativa que convenga más al deudor.

La recompra de deuda puede ser una buena alternativa para países cuya deuda no es relativamente grande y tiene un bajísimo precio de mercado. La deuda peruana, durante la etapa de menor cotización, vio su precio reducido hasta en 4% de su valor nominal. Para calcular el costo de una recompra total, sería necesario estimar la sensibilidad de los tenedores de la deuda ante un incremento de la demanda por la misma. Como se mencionó líneas arriba, la posición masivamente compradora del Estado peruano (o sus bancos encargados) presionaría el precio de mercado al alza, de modo que sería poco acertado

20. Islam, Shafiqul, *op. cit.*, p. 89.

21. *Ibidem*.

pensar que se hubiera podido recomprar al 4% (por US\$ 240 millones) toda la deuda peruana pendiente (de aproximadamente US\$ 6,000 millones).

Las recompras pueden clasificarse genéricamente del modo que aparece en el Cuadro No. 2.1. El criterio prioritario es el origen de los fondos usados en el proceso (financiamiento de la recompra).

Cuadro No. 2.1

CLASIFICACIÓN DE LAS RECOMPRAS DE DEUDA EXTERNA

Recompras financiadas con...			
Efectivo		Intercambio de activos	
Aportado desde fuera	Aportado por el propio país	El otro activo es un instrumento de deuda	El otro activo es una clase diferente de activo"

1/ Por ejemplo, acciones (el caso del intercambio por privatización).

Fuente: Krugman, Paul R., "Enfoques para la reducción de la deuda basados en el mercado", en Dornbusch, Rüdiger *et al.*, *Soluciones a los problemas de la deuda de los países en desarrollo*, México: 1990, p. 65 y siguientes.

2.1.1 Estilos de subasta

La variable fundamental en todo proceso de recompra es el precio, porcentaje de descuento, de los documentos de deuda antigua. La fijación de tal descuento (que normalmente se vincula con el precio vigente de la deuda en el mercado) se concreta en el marco de una subasta. De este modo, el país deudor asegura una ganancia máxima en el proceso de recompra. Existen dos modalidades de subasta: subasta directa y subasta holandesa.

Mediante el sistema de **subasta directa**, el país deudor establece un porcentaje de descuento, al cual se compromete a comprar la deuda que le ofrezcan hasta una fecha determinada. En este caso, ningún acreedor reducirá el precio más allá del límite establecido por el país. En otras palabras, si se fija un precio de 40%, el país que realiza la subasta esperará que el nivel promedio de descuento sea exactamente 40%. No existe motivo para rebajar más la deuda.

Por otro lado, la **subasta holandesa** implica un descuento potencialmente mayor. El país deudor fija un nivel de descuento mínimo. Todas las ofertas que igualen o mejoren tal precio serán consideradas por el deudor. Cualquier tenedor de las obligaciones que no esté dispuesto a rebajar el precio lo suficiente, tendrá que acogerse a otras alternativas del menú de opciones. Este método motiva a los acreedores a realizar ofertas competitivas, por lo que el país deudor podría esperar un mayor descuento promedio sobre la deuda recomprada.

2.2 Canje por bonos a la par

La emisión de bonos a la par (junto a la de bonos con descuento) es una de las alternativas más comunes en el desarrollo del plan Brady. Como su nombre lo indica, estos instrumentos se ofrecen por un valor nominal equivalente a la deuda por la que se intercambian. En otras palabras, cada dólar de deuda se cambia por un dólar en bonos.

Los bonos a la par usualmente se presentan con una tasa de interés fija y alguna clase de garantía. La tasa de interés es, por lo general, menor a la tasa del mercado, vigente al momento de la emisión. Este margen proporciona una ventaja adicional para el país emisor.

La garantía puede proporcionarse sobre el pago del principal, intereses o ambos. De este modo, se mejoran las condiciones que atraerán a los bancos a escoger esta opción de reestructuración. El colateral puede tomar la forma de dinero en efectivo (mantenido habitualmente en el Banco de Reserva Federal de Nueva York), que puede invertirse en valores con una calificación de "AA-" o mejores. Pero la garantía más ampliamente utilizada son los bonos "cupón cero" del Tesoro de los Estados Unidos²². Para mayor detalle sobre el funcionamiento de estos instrumentos como colateral, el lector puede revisar el Anexo No. 1.

El monto de la garantía sobre intereses se establece de modo que alcance a cubrir entre 12 y 36 meses de pagos de intereses. Este colateral se usaría en el

22. De ahora en adelante se usará "bonos cupón cero" y "bonos sin cupones" como sinónimos. La primera expresión es la traducción literal del inglés (*zero coupon bonds*), mientras que la última es una adaptación más correcta al español.

caso hipotético de que el país emisor no cumpliera con el servicio de intereses. El sistema de cobertura más usual es de tipo "**garantía rotativa**". Según esta técnica, si el pago de intereses se lleva a cabo, entonces no se utiliza la garantía y el monto proporcional no utilizado se conserva para cubrir el siguiente pago no garantizado. En un esquema de 12 meses, por ejemplo, si el primer pago se efectúa, entonces el monto correspondiente del colateral se usa para garantizar pagos a partir del mes décimotercero. Si, por el contrario, el pago de intereses no se lleva a cabo, los acreedores reciben parte de la garantía. El país deudor se ve obligado a reponer adicionalmente esa porción, para mantener el monto total de la garantía al nivel predeterminado.

2.3 Canje por bonos con descuento

Los bonos con descuento se distinguen de los bonos a la par porque se intercambian por un monto mayor de deuda, respecto de su valor nominal. Si cada dólar de deuda se intercambia por 60 centavos en este tipo de bonos, entonces se habla de un descuento de 40%. El uso de bonos con descuento es más conveniente para el país deudor que el de los bonos a la par, porque un dólar de nueva deuda en bonos reemplaza más de un dólar en deuda antigua. A modo de compensación para los acreedores, estos instrumentos pagan cupones a una tasa de interés flotante. Generalmente, la tasa flotante se determina en función del índice **LIBOR**²³ más un cierto margen. Esta tasa adicional se ha fijado, en la mayoría de los bonos Brady, en poco menos de un punto porcentual, normalmente **13/16%**. Sin embargo, este valor depende de cada emisión en particular y no es único.

Algunas emisiones de bonos (tanto a la par como con descuento) incluyen derecho o compromisos de "**recuperación de valor**" (*value recovery*), que permite a los tenedores gozar de beneficios adicionales si la situación económica del país emisor mejora. Los criterios de evaluación de la mejoría son variables, pero se especifican antes de la emisión de los instrumentos. El indicador más habitual es el crecimiento del PBI. Sin embargo, algunos países prefieren vincular el ofrecimiento de mayores beneficios a los bonistas, al aumento del precio o producción de sus principales productos de exportación. Estas cláusulas se tratan con más detalle al final de la presente sección.

23. *London Interchange Bank Offered Rate.*

2.4 Canje de deuda por inversión

El canje de deuda por inversión (CDI) opera de tal modo que los tenedores de papeles de deuda doméstica pueden intercambiarlos por moneda nacional para adquirir activos productivos. En el caso particular del canje de deuda por privatización (CDP), dichos activos son empresas públicas. Esta alternativa de canje permite a los inversionistas un alto grado de descuento a su favor. El inversionista compra a un banco los títulos de deuda, básicamente al precio del mercado secundario. Si se adquiere US\$ 1 de deuda (nominal) se usa como US\$ 1 **de referencia**²⁴ al momento de transformar el documento a moneda nacional. Sin embargo, el precio de mercado puede ser muy bajo. Por ejemplo, si se hubiera implementado este sistema cuando la deuda peruana se cotizó al 5% de su valor nominal, entonces con una suma original de US\$ 10 millones se hubiera podido adquirir, en el mejor de los casos, una empresa valorada en US\$ 200 millones (si el Estado hubiera fijado que cada dólar de deuda se canjeara por el equivalente en soles a un dólar de inversión).

Los argumentos a favor de esta modalidad son que el país deudor no hace uso de divisas y puede fomentar la inversión en industrias estratégicas. Es parte de la labor del gobierno establecer qué sectores otorgarán mayor descuento en la compra de parte del inversionista²⁵. Mediante esta aproximación se puede favorecer el comercio internacional, incentivando la inversión en empresas exportadoras.

Deben ponderarse, sin embargo, las consecuencias negativas de la presente opción de sustitución de deuda. Aunque no se utiliza moneda extranjera, en el caso del CDI existe un desembolso efectivo de moneda nacional, que obliga a una expansión monetaria. Tal política incrementaría la presión inflacionaria en el país deudor, especialmente si su masa monetaria es relativamente pequeña. Por otro lado, es importante tener en cuenta el efecto de la aplicación de esta opción sobre una alternativa al estilo Brady. Si se promueve el uso de títulos

24. Sin perjuicio de los descuentos que el país deudor establezca sobre el monto original.

25. Si la orientación del gobierno fuera dirigir esta alternativa hacia sectores rentables por naturaleza, que de por sí atraen inversiones, entonces se estaría perdiendo parte del efecto positivo sobre la economía.

de deuda para adquirir activos nacionales, es razonable esperar que aumente la expectativa de los tenedores por recuperar sus colocaciones. Por ello, normalmente esta política fomenta el aumento del precio de la deuda doméstica, lo que estaría fundamentalmente contraindicado si se ha planeado incluir en el esquema Brady un planteamiento de recompra o un descuento sobre la deuda.

Algunos países que han aplicado la estrategia CDP son: Argentina, Chile y México. El primero redujo su deuda en US\$ 20,000 millones; el segundo, en US\$ 5,300 millones; y el último, en US\$ 23,000 millones²⁶.

En 1993, poco antes de iniciar las negociaciones para el acuerdo Brady, el Perú autorizó el intercambio de deuda por inversión en los siguientes términos: "el aporte en efectivo no será menor al 10% del precio base". Muchos especialistas criticaron con justa razón, que se reconozca el 90% del valor de los títulos de deuda para canje por empresas privatizables. El riesgo de este tipo de política es que tienden a subvalorar las empresas públicas y permiten que los compradores hagan uso de recursos "virtuales", basados en una serie de compromisos de pago que son realmente **inefectivos** (deuda atrasada impagable).

2.5 Canje de intereses

Todos los países que se acogen a un plan Brady se caracterizan por tener deuda pendiente. Sin embargo, debe distinguirse entre aquellos que adeudan sólo el principal, ya que han cumplido con el servicio de intereses; y los que incumplieron con el pago de intereses, así como con el repago del principal. En el primer grupo se encuentran México, Venezuela, Filipinas y Uruguay.

Los países cuya deuda atrasada se extiende al pago de intereses (como Costa Rica, Brasil o Argentina), deben añadir en el paquete de reestructuración algunos documentos de recomposición. La finalidad de estos instrumentos es agrupar todos los intereses atrasados y moras "dispersas" en una unidad que pueda negociarse en el mercado. A este concepto único, algunos países le han dado nombres comerciales distintos: bonos PDI (*pastdue interest*), bonos IDU

26. Ugarteche G., Oscar, "CDP: entre la realidad y las ideas", en *Avance Económico*, No. 165, Lima: Instituto Latinoamericano de Desarrollo Empresarial (ILADE), abril 1994, p. 5.

(*interest due and unpaid*), bonos IA (*interest arrears*) o bonos IE (*interest equalization*).

2.6 Cláusulas de recaptura y sus métodos de indización

Recordemos que una parte importante de los bonos Brady se coloca con descuento (bajo la par) u ofrece una tasa de interés menor que la de mercado. Esto constituye una pérdida explícita de valor para el comprador.

Sin embargo, algunos bonos particulares ofrecen a sus tenedores la oportunidad de "recapturar valor", mediante el ejercicio de derechos conocidos como VRR (*value recovery rights*). La entrega de valor adicional de parte del país deudor se hace efectiva mediante pagos extraordinarios de interés. Los países que incluyen cláusulas de recuperación de valor intentan hacer más atractiva, a los acreedores, la selección de determinados instrumentos.

Dado que el momento y la magnitud de estos flujos "extra" deben ser previamente condicionados, normalmente se toma como referencia numérica algún índice económico de desarrollo del país. Históricamente se han utilizado tres índices:

- El producto bruto interno (PBI). Como veremos más adelante, usualmente se utiliza la tasa de crecimiento del PBI en lugar de su nivel.
- El precio de ciertos productos comercializados internacionalmente por el país.
- El precio del petróleo nacional. Este es un caso particular del segundo indicador, pero su uso es tan específico que merece la pena mencionarlo separadamente.

En el Cuadro No. 2.2 podemos apreciar los países que han colocado cláusulas de recuperación de valor en alguno(s) de sus bonos.

Cuadro No. 2.2

**ESTILOS DE CLÁUSULAS DE RECUPERACIÓN DE VALOR EN BONOS
BRADY^{1/}**

Crecimiento del PBI	Precio del petróleo	índice de comercio
Bulgaria (BD) Costa Rica (PICB)	México (BP y BD) Nigeria (BP) Venezuela (BP y BD)	Uruguay (BP)

1/ A continuación del nombre del país se indica el tipo de documento que contiene las cláusulas de recuperación de valor. Este documento puede ser BP (bonos a la par), BD (bonos con descuento) o PICB (*Principal and Interest Claim Bonds*).

2.6.1 Producto bruto interno

Se puede tomar como ejemplo el caso de los bonos con descuento emitidos por Bulgaria en 1994²⁷. Estos instrumentos tienen un período de vida de 30 años, al final del cual se realizará el repago del principal. Los bonos referidos fueron intercambiados por deuda al 50% de su valor nominal, es decir, US\$ 3,700 millones se cambiaron por US\$ 1,850 millones en bonos con descuento.

La cláusula de recuperación de valor permite a los tenedores apropiarse de una parte de los US\$ 1,850 millones que "cedieron" al momento de adquirir los bonos. La condición de recaptura se enuncia como sigue: dado un futuro año "n", durante el cual el PBI de Bulgaria por lo menos iguale 1.25 veces el PBI búlgaro de 1993, el país deudor pagará a los bonistas, al final del año "n+1", un interés adicional equivalente al 0.5% del principal pendiente al final del año "n+1", por cada 1% de crecimiento del PBI entre el año "n" y el año "n+1".

No hace falta recalcar que la condición es doble, ya que se exige un crecimiento **sostenido** del PBI. Por una parte, 25% de incremento total frente al año 1993; conjuntamente con un aumento por lo menos igual a 1%, durante el año o años siguientes.

27. Para mayor referencia, ver la sección 4.

z.o.z fetroieo

Los bonos mexicanos con descuento emitidos en 1990 se colocaron con 35% de descuento, intercambiándose por US\$ 20,540 millones en deuda atrasada. La cláusula de recuperación de valor está vinculada al aumento del precio del petróleo y al volumen exportado por el país deudor. México se comprometió a pagar trimestralmente de manera adicional, a partir del 1 de julio de 1996 hasta el 31 de diciembre de 2019 (fecha de redención), un monto agregado equivalente a M, según el siguiente producto:

$$M = P \cdot V \cdot A \cdot 91 \text{ días}$$

donde:

P = Precio corriente del petróleo - precio de referencia.

El precio de referencia es igual a US\$ 14 actualizado al final del segundo trimestre calendario de cada año, mediante la tasa de inflación de los Estados Unidos, durante los primeros cuatro trimestres anteriores a esa fecha.

V = Volumen corriente exportado.

El volumen promedio diario de exportaciones mexicanas de petróleo, durante los últimos cuatro trimestres calendarios.

A = Porcentaje de participación en el monto agregado del principal de deuda intercambiado por bonos.

El valor de M, sin embargo, no puede exceder en un año el 3% del valor nominal de la deuda poseída.

2.6.3 Comercio

Los bonos a la par a 30 años emitidos por Uruguay, en 1991, tienen una cláusula de recuperación de valor basada en el aumento de un índice comercial.

El nivel de referencia se toma en este caso en función del precio de las exportaciones de lana, arroz y carne, así como el precio de las importaciones

de petróleo. Según las condiciones impuestas por este país, efectuará pagos semestrales adicionales a partir de 1996 si su índice de términos comerciales supera el valor de 110.

3. Otros instrumentos del plan Brady

En la sección anterior se abordó el uso de los bonos a la par y los bonos con descuento, en el contexto del menú de opciones para los acreedores. Sin embargo, existen otros tipos de bonos más sofisticados que también se incluyen en la familia de instrumentos Brady. Entre las diferencias con respecto a los documentos ya mencionados, tenemos las siguientes: inexistencia de colateral sobre el repago del principal, reducción o carencia de garantías sobre el pago de intereses, cronogramas no uniformes de tasas de cupón, amortizaciones parciales a lo largo de la vida del instrumento y menor tiempo de maduración.

Cabe mencionar que los siguientes tipos de bonos no se utilizaron con notable posterioridad a los bonos a la par o con descuento. Por el contrario, aparecieron casi paralelamente. En la cronología de los bonos Brady encabezan la lista, como los más antiguos, los bonos "aztecas" (a la par, garantizados) y durante el mismo año 1988, dos emisiones brasileñas. Una de ellas comprendió bonos de dinero nuevo.

3.1 Bonos de dinero nuevo (NMB²⁸)

Los dos acuerdos precursores del plan Brady fueron llevados a cabo por México y Brasil, en 1988. En el primer caso, se introdujo el uso de la garantía sobre el pago del principal en los "bonos aztecas"²⁹. Brasil amplió el panorama mediante los primeros "bonos de salida" (*exit bonds*)³⁰ y bonos de dinero nuevo (NMB).

28. *New Motiey Bonds*.

29. Mediante la compra de bonos sin cupones del Tesoro de los Estados Unidos en monto suficiente.

30. Los "bonos de salida" deben su nombre a la independencia que tienen de cualquier programa de refinanciamiento de deuda. Los bancos que optan por ellos, se "deshacen" o "escapan" de la atadura crediticia con el país en cuestión, adquiriendo documentos de libre negociación en el mercado.

Mientras que los bonos de salida ofrecían a los bancos largos períodos de maduración (25 años) y tasas fijas menores a las del mercado, los bonos de dinero nuevo acortaban el plazo (a 10 años) y pagaban tasas de mercado. Este atractivo adicional permitió que Brasil comprometiera a los acreedores a desembolsos adicionales, de allí proviene el nombre con el que se conoce a estos instrumentos. Los bonos de dinero nuevo emitidos por Brasil, el 14 de noviembre de 1988, tienen como fecha de redención el 15 de octubre de 1999. Hasta entonces, pagan semestralmente un interés LIBOR a 6 meses más un margen de 0.8125%, en términos anuales nominales.

Los NMB se emiten como una forma de levantamiento adicional de capital por parte de los acreedores. Como se verá en la sección siguiente, actualmente la adquisición de este tipo de bonos es una atadura que surge con el canje de deuda por bonos (DCB).

Generalmente, estos bonos carecen de garantías. Una de las aplicaciones más extendidas de estos instrumentos es usar los fondos que ingresan mediante su colocación, a la adquisición de garantías financieras para otros bonos. Por esta razón, los países que pueden emitir bonos de dinero nuevo se liberan doblemente: por una parte, quedan exentos de la necesidad de destinar fondos a la adquisición de garantías para los NMB; y, por la otra, los recursos adicionales obtenidos a través de la emisión de dichos instrumentos, se destinan a la compra de garantías para otros bonos que forman parte del acuerdo de reestructuración. Esta compra normalmente consiste en bonos sin cupones del Tesoro de los Estados Unidos.

Algunos bonos de dinero nuevo tienen opciones adicionales. Los emitidos por Venezuela entre 1990 y 1992 (serie "P"), por ejemplo, pueden intercambiarse a la par en el marco del programa de deuda/inversión. Tales condiciones los hacen más atractivos, motivando a los acreedores a inclinarse por estas convenientes opciones del menú Brady. En el Cuadro No. 3.1 se sintetiza el conjunto de NMB emitidos hasta 1996.

Cuadro No. 3.1

EMISIONES DE BONOS DE DINERO NUEVO

País	Monto (US\$ millo- nes ^{1/})	Fecha de emisión	Fecha de redención	Tasa de interés	Período de gracia (años) ^{2/}
Brasil	670	14/nov./1988	15/oct./1999	LIBOR + 0.8125%	5
	2,100	15/abr./1994	15/abr./2009	LIBOR + 0.875%	7
Filipinas	863	15/may./1990 ^{3/}	5/ene./2005	LIBOR + 1.625%	8
México	174	28/mar./1990	25/mar./2005	LIBOR + 0.825%	7
Polonia	138	27/oct./1994	27/oct./2009	LIBOR + 0.8125%	10
Uruguay	89.5	18/feb./1991	18/feb./2006	LIBOR + 1%	7
Venezuela	409.6	18/dic./1990 ^{4/}	18/dic./2005	LIBOR + 1%	7
	£ 28.23	18/dic./1990 ^{4/}	18/dic./2005	LIBOR + 1%	7
	DM 28.28	18/dic./1990 ^{5/}	18/dic./2005	LIBOR + 1%	7
	722 ^{6/}	18/dic./1990 ^{4/}	18/dic./2005	LIBOR + 0.875% ^{7/}	7

1/ Millones de libras esterlinas, en el caso indicado específicamente.

2/ En caso de ser varias series, se anota el valor correspondiente a la emisión más antigua.

3/ Otros, el 29/ago./1990 y 29/jun./1991. Se considera el monto total de las tres emisiones.

4/ Otros, el 18/mar./1991 y 18/ene./1992. Se considera el monto total de las tres emisiones.

5/ Se consideran DM 7.2 millones, emitidos el 18 de junio de 1991.

6/ Sumatoria de los equivalentes en dólares de las diferentes cantidades emitidas en otras monedas.

7/ La emisión en libras esterlinas cuenta con un índice especial de interés.

3.2 Bonos de conversión de deuda (DCB³¹)

Este tipo de bonos fue introducido en 1990 por Venezuela. Se creó como parte de la opción de dinero nuevo del plan de financiamiento. Los bonos de conversión de deuda se intercambiaron por una combinación de deuda antigua y desembolsos de nuevos créditos (ver Cuadro No. 3.2).

31. *Debi Conversión Boruls.*

Cuadro No. 3.2

EMISIONES DE BONOS DE CONVERSIÓN DE DEUDA

País	Monto (US\$ millones)	Fecha de emisión	Fecha de redención	Tasa de interés	Período de gracia (años) ^{1/}
Brasil	8,500.00	15/abr./1994	15/abr./2012	LIBOR + 0.875%	10
Filipinas	696.60 ^{2/}	1/dic./1992	1/jun./2010 ^{3/}	LIBOR + 0.8125%	5
Polonia	393.00	27/oct./1994	27/oct./2019	Step-up ^{4/}	20
Uruguay	447.60	18/feb./1991	2/feb./2007	LIBOR + 0.875%	7
Venezuela	6,020.00 ^{5/}	18/dic./1992	18/dic./2007 ^{6/}	LIBOR + 0.875%	10

- 1/ En caso de ser varias series, se anota el valor correspondiente a la emisión más antigua.
 2/ Se compone de dos series ("A" y "B"), de US\$ 5.30 y US\$ 691.50 millones respectivamente.
 3/ La serie "B" tiene como fecha de maduración el 1/dic./2009.
 4/ La tasa de interés se inicia en 4.5% y aumenta progresivamente hasta 7.5%, según un cronograma dado.
 5/ Sumatoria de los equivalentes en dólares de las diferentes cantidades emitidas en otras monedas.
 6/ La serie (IL) se habrá redimido por completo el 18/dic./2008.

El modo de funcionamiento de los DCB se aprecia claramente en el caso de los instrumentos venezolanos: por cada US\$ 5 de deuda elegible convertida en DCB, los acreedores debían aceptar adquirir US\$ 1 en bonos de dinero nuevo (NMB).

De modo semejante, Brasil emitió DCB en 1994. Estos documentos tienen un período de gracia de 10 años, hasta el inicio de las amortizaciones. En esta emisión, los acreedores que adquirirían DCB se comprometían a adelantar fondos por un equivalente mayor al 18% del valor correspondiente de dichos bonos. A cambio de tales recursos, se les otorgó NMB de 1994 (los que tenían siete años de gracia para iniciar las amortizaciones).

3.3 Bono de reducción de intereses (FLIRB³²)

Surgidos como una variante de los DCB, los FLIRB se utilizaron por iniciativa de Venezuela y posteriormente, de Filipinas. La diferencia con relación a sus

32. *Front Loaded Interest Reduction Bonds.*

predecesores reside en el régimen de pago de intereses y la independencia respecto de los NMB. Durante los primeros cinco a siete años de vida del FLIRB, la tasa de interés del cupón permanece en un nivel por debajo de la del mercado. Posteriormente, el bono se convierte en un instrumento de tasa flotante. Los instrumentos FLIRB pueden describirse como el resultado de la mezcla de los dos tipos fundamentales de bonos Brady: los bonos a la par y los bonos con descuento, ya que los bonos a la par usualmente devengan una tasa de interés debajo de la de mercado; mientras que los bonos con descuento pagan una tasa flotante y con un margen sobre la de mercado. Finalmente, los acuerdos de colocación de este tipo de bonos no consideran la adquisición de NMB como una atadura.

El Cuadro No. 3.3 resume las emisiones de los FLIRB hasta la fecha. Póngase especial atención a las tasas de interés que genera cada bono.

Cuadro No. 3.3

EMISIONES DE FLIRB

País	Monto (US\$ millones)	Fecha de emisión	Fecha de redención	Tasa de interés ^{1/}	Período de gracia (años) ^{2/}
Brasil	1,740.0	15/abr./1994	15/abr./2009	4%; 5%; 0,815%	9
Bulgaria	1,660.0	28/jul./1994	28/jul./2012	2%; 3% ^{3/} ; 0,8125%	8
Filipinas	757.3	1/dic./1992	1/dic./2007 ^{4/}	4%; 6%; 0,8125%	7
Venezuela	3,020.0	18/dic./1990	31/mar./2007	5%; 7%; 0,875% ^{5/}	7

- 1/ La naturaleza de estos bonos implica un cronograma de tasas de interés. Por tal motivo se consignan tres valores: la tasa que corresponde al primer periodo de pago; la última tasa fija del cronograma; y la tasa adicional sobre LIBOR a 6 meses, al convertirse en un instrumento de tasa flotante.
- 2/ En caso de ser varias series, se anota el valor correspondiente a la emisión más antigua.
- 3/ La *tranche* "B" cuenta con las mismas tasas fijas más 0.5%.
- 4/ Las serie "B" tienen como de maduración el 1/jun./2008.
- 5/ Para la emisión en dólares americanos.

3.4 Bonos de interés vencido y no pagado

En la sección anterior se hizo referencia a la distinción entre los componentes de la deuda pendiente de pago: por una parte, el monto principal; y por la otra, la suma correspondiente a los intereses y moras. El primer componente reúne las amortizaciones estipuladas en el contrato de crédito que no fueron efectuadas por el país deudor. En un escenario típico, el monto de las amortizaciones parciales es considerablemente mayor que los pagos requeridos para el servicio de la deuda. Sería razonable esperar, por lo tanto, que aquellos países que de algún modo incumplieran temporalmente con el pago de su deuda, lograrían el mayor "ahorro" continuando el servicio de intereses y postergando el repago del principal. Este fue el caso de muchos de los países que negociaron el plan Brady durante su primera etapa de evolución. Sin embargo, en la práctica, la mayoría de países decide interrumpir en su totalidad el pago de los créditos que les fueron concedidos. Esto explica, en parte, la existencia de enormes montos de intereses vencidos y no pagados sobre la deuda antigua, cifras que muchas veces superan los principales adeudados.

La historia de los bonos de intereses vencidos se inició en 1990, año en el que Costa Rica emitió (a través del Banco Central de Costa Rica) los llamados *Interest Claim Bonds*, con el fin de intercambiarlos por los intereses atrasados que no habían sido recomprados en la negociación previa. Dos años más tarde, en 1992, Brasil emitió los bonos IDU (*Interest Due and Unpaid*), a cambio de los intereses vencidos e impagos de su deuda comercial³³. Este fue el primer caso de un país que "securitizara" sus intereses atrasados, llevándose a cabo su emisión antes de concluir la negociación Brady. A partir de entonces, otros deudores soberanos han seguido el ejemplo brasileño (ver Cuadro No. 3.4), y se han introducido en el mercado instrumentos con características semejantes. Los nombres de dichos documentos "emparentados" son muy diversos: bonos PDI (*PastDue Interest*), IA (*Interest Arrears*), EI (*Eligible Debt*) o IE (*Interest Equalization*).

La importancia de esta forma de bonos es doble: facilitan y aceleran la conclusión de los acuerdos de reestructuración, y permiten la comercialización de los

33. Los acreedores se contentaron con un pago parcial en efectivo, equivalente al 25% de los intereses vencidos, y facilitaron a Brasil el pago mediante el escalonamiento de cuotas.

intereses en el mercado secundario. Antes de la creación de los bonos PDI y sus semejantes; primero, los deudores soberanos debían solucionar el problema de sus intereses atrasados y luego, iniciar las negociaciones con la banca. Usualmente esto implicaba utilizar nuevas líneas de crédito para refinanciamiento o desembolsar dinero en efectivo para sustentar los pagos incumplidos.

Cuadro No. 3.4

EMISIONES DE BONOS DE INTERÉS VENCIDO Y NO PAGADO

País	Monto (US\$ millones)	Fecha de emisión	Fecha de re- dención	Tasa de interés	Período de gracia (años)
Argentina	7,800	31/mar./1993	31/mar./2005	LIBOR + 0.8125%	0
Brasil	7,200	20/nov./1992	1/ene./2001	7.8% ->L + 0.815%	2
	4,300	14/abr./1994	15/abr./2006	LIBOR + 0.8125%	3
Bulgaria	1,610	28/jul./1994	28/jul./2011	LIBOR + 0.8125%	7
Costa Rica	143	21/may./1990	20/may./2005	LIBOR ^{1/} + 0.8125%	0
Ecuador	1,991	28/feb./1995	28/feb./2015	LIBOR + 0.8125%	10
Jordania	93.7	23/dic./1993	23/dic./2005	LIBOR + 0.8125%	3
Polonia	2,570	27/oct./1994	27/oct./2014	3.25% -> 7%	7
República Dominicana	191.3	30/ago./1994	30/ago./2009	LIBOR + 0.8125%	3

1/ LIBOR a tres meses.

3.5 Bonos de capitalización (*C-Bonds*³⁴)

Este tipo de bonos Brady se emitió en Brasil, por primera vez, en el año 1994³⁵, dentro del paquete de reestructuración de su deuda. Los *C-Bonds*

34. *Capitalization Bonds.*

35. Los bonos de interés vencido y no pagado emitidos por Ecuador también consideran cierto tipo de capitalización, en función del exceso de la tasa de mercado sobre ritveles predeterminados en un cronograma. De manera semejante, los bonos PDI emitidos por Panamá en 1996 capitalizan la diferencia de LIBOR + 13/16% sobre 4%, durante los primeros seis años de su período de vida.

tienen un funcionamiento relativamente más complicado frente a los otros tipos mencionados líneas arriba. Sus principales características se listan a continuación:

- Tienen un tiempo de maduración de 20 años.
- Generan amortizaciones parciales durante este período.
- Conllevan una tasa de interés fija. Esta tasa es menor que la de mercado durante un cierto número de años (seis, en el caso de Brasil), para ascender posteriormente (hasta 8%) hasta el momento de redención.
- La diferencia entre las tasas de interés antes y después del momento de corte (el sexto año) se capitaliza y se añade al principal). De este modo, los pagos de intereses siguientes se calculan sobre la base de un principal incrementado periódicamente.

Los *C-Bonds* emitidos por Brasil tienen un período de gracia de 10 años, tras el cual sigue el repago del principal en cuotas semestrales (ver Cuadro No. 3.5). Mediante los *C-Bonds*, Brasil logró colocar instrumentos con una tasa fija de interés regular, pero con la ventaja de generar flujos de caja más cómodos para su economía.

Cuadro No. 3.5

BONOS DE CAPITALIZACIÓN EMITIDOS

País	Monto (US\$ millones)	Fecha de emisión	Fecha de redención	Tasa de interés	Período de gracia (años)
Brasil	7,400	15/abr./1994	15/abr./2014	4% -> 8%	10

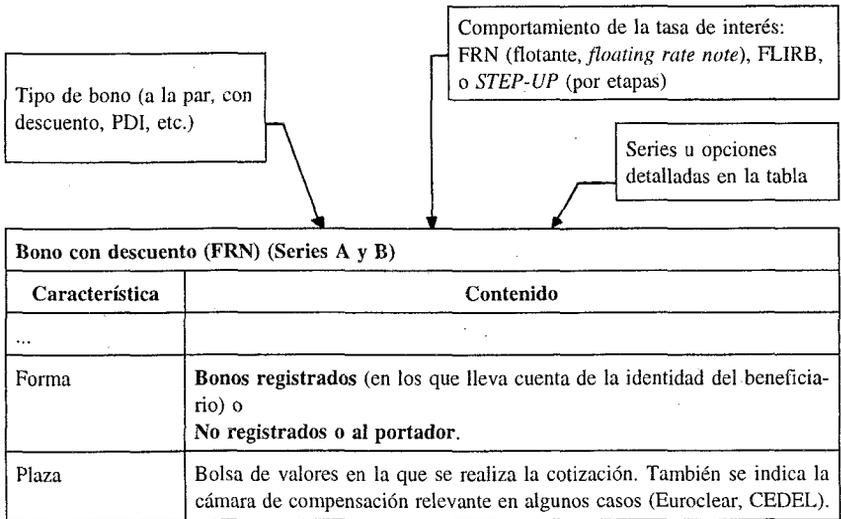
4. Aplicación del plan Brady

A continuación se revisarán los acuerdos Brady llevados a cabo hasta la fecha, detallando también las características de los instrumentos emitidos en este contexto³⁶. La relación de países se encuentra en orden cronológico, como ayuda para que el lector enfoque en perspectiva la evolución de las negociaciones del plan Brady en el tiempo.

El formato utilizado en los cuadros que resumen las características de los bonos, se explica en el Cuadro No. 4.1.

Cuadro No. 4.1

INDICACIONES PARA LA LECTURA DE LOS CUADROS DE BONOS BRADY



(continúa)

36. Parte de la información sobre el desarrollo de los acuerdos, citados en esta sección, procede del documento *The 1995 Guide to Brady Bonds*, elaborado por Merrill Lynch & Co., Global Securities Research & Economics Group.

(continuación)

Característica	Contenido
Monto	Valor de los bonos al momento de su emisión.
Denominación	Mínimo valor de un bono de este tipo. La presencia de "X" indica la existencia de denominaciones mayores en múltiplos exactos del número que aparece inmediatamente a la izquierda (US\$ 1,000 en casi todos los casos). Por ejemplo: US\$ 250,000 y US\$ 1,000 X muestra que las denominaciones posibles son US\$ 250,000 y US\$ 251,000; US\$ 252,000 ...
Moneda	Se indica la moneda en que los instrumentos están denominados y si la emisión comprende más de una moneda. USD: dólares americanos; DM: marcos alemanes; FF: francos franceses; Sf: francos suizos; £ o BP: libras esterlinas; ITL: liras italianas.
Amortización	<i>Bullet</i> : expresa que el bono será totalmente amortizado en el momento de su vencimiento. De lo contrario, se detalla un cronograma de amortizaciones.
Cupón	Tasa nominal anual de cupón. Se debe considerar que la mayor parte de bonos realizan pagos semestrales y que la tasa está expresada según las costumbres del mercado norteamericano, en términos de interés simple. Para hallar la tasa efectiva semestral, se deberá dividir por la mitad la tasa anual mostrada en la tabla.
Calendario	"30/360" o "Actual/360": indica el número de días que se debe considerar para el cálculo de los plazos mensuales y anuales.

4.1 México: los primeros pasos

La historia de reestructuración de la deuda mexicana es importante porque constituye el primer paso en la generación de bonos Brady. Debe aclararse, sin embargo, que la reestructuración mexicana puede desglosarse en dos etapas, que se reseñan seguidamente.

La primera etapa culminó en 1988, con la emisión de los bonos "aztecas". El acuerdo con la banca acreedora consistió en la conversión de parte de las obligaciones mexicanas en bonos a 20 años, con un descuento de 20% sobre su valor. Este acuerdo "pre-Brady"³⁷ no hizo uso del menú de

37. Recuérdese que el discurso de presentación de N. Brady se llevó a cabo en 1989.

opciones. Sin embargo, para hacer realidad dicho convenio con la banca, se dotó a los bonos "aztecas" de tasas de interés flotantes y "colateralización" del principal, mediante bonos sin cupones del Tesoro norteamericano. Todo esto proporcionó un precedente valioso para futuros acuerdos de reestructuración³⁸.

En la segunda etapa, se establecieron los lineamientos de un plan de reducción de deuda de tipo Brady. México llegó a un acuerdo preliminar con la banca comercial acreedora el 23 de julio de 1989. La hoja de términos fue firmada por las autoridades mexicanas y el Comité Asesor de Bancos. Esta agrupación estaba constituida por 15 bancos, que representaban a más de 500 de todo el mundo. El acuerdo cubrió un monto de US\$ 48,230 millones de la deuda comercial mexicana de mediano plazo.

El menú de opciones, que finalmente se presentó a los acreedores, comprendía tres alternativas³⁹:

- Intercambio de deuda por bonos de largo plazo, con un descuento de 35%. Esta nueva deuda tenía un horizonte de 30 años y ofrecía una tasa LIBOR + 13/16%. Los pagos del principal estaban garantizados por bonos sin cupones emitidos por el Tesoro de los Estados Unidos o con otros instrumentos semejantes. El financiamiento para estas garantías sería mediante dinero nuevo ("fresco").
- Intercambio de deuda por bonos de largo plazo, a la par y con una tasa fija de 6.25%. Los bonos serían redimibles en 30 años, es decir, la amortización total será en el año 2019.
- La tercera opción consta de cuatro posibilidades para otorgar dinero nuevo. Los bancos que la eligieron debieron aportar dinero fresco al país por un período de cuatro años, equivalente al 25% de los

38. Ver también el caso brasilero de 1988.

39. Para mayor información revisar, Fearsten E., Thomas y Gabriela Gándara, "El plan Brady y la negociación de la deuda mexicana", en *Comercio Exterior*, vol. 40, No. 4, México: Banco Nacional de Comercio Exterior, abril 1990, p. 307.

préstamos otorgados a mediano y largo plazo, los cuales no pueden ser cambiados por bonos de reducción de principal o de intereses (las primeras dos opciones). Estos préstamos son pagaderos en 15 años, con 7 de gracia y bajo una tasa LIBOR + 13/16%. Los bancos que optaran por otorgar nuevos préstamos no tendrían derecho a garantía alguna.

Los acreedores podrían proveer dinero nuevo en cualquiera de cuatro formas:

- a) Nuevos acuerdos de crédito (créditos bancarios tradicionales).
- b) Bonos de dinero nuevo (NMB).
- c) Una *onlending facility* (fondos para el sector público).
- d) El establecimientos de acuerdos de crédito comercial de mediano plazo (financiamiento para créditos comerciales).

Las dos primeras opciones incluyen la posibilidad de aumentar los pagos a partir de 1996, si los precios del petróleo aumentan a más de US\$ 14 por barril y su venta alcanza 1.25 millones de barriles diarios. Adicionalmente, se ha establecido que los pagos complementarios no podrán ser superiores a 30% del ingreso extra que recibe México por sus exportaciones de petróleo, ni podrán exceder el 3% anual del equivalente en dólares de la deuda negociable intercambiada por bonos.

El acuerdo contempla la posibilidad de efectuar operaciones de conversión de deuda en capital por un monto máximo de US\$ 3,500 millones. Tales intercambios estaban limitados a una proporción tope del 50% de las acciones de las empresas públicas en proceso de privatización. Esta restricción se orientaba a evitar una excesiva presión inflacionaria.

El 4 de febrero de 1990, México finalizó el acuerdo con la banca comercial acreedora. Así, se convirtió en el primer país en implementar el plan Brady plenamente. En el Cuadro No. 4.2 se consignan las proporciones que guardaron las tres alternativas del menú, una vez que todos los bancos presentaron sus decisiones.

Cuadro No. 4.2

OPCIONES DEL MENÚ BRADY MEXICANO

Alternativa	Respuesta esperada	Respuesta efectiva	Monto negociado (US\$ millones)
Bonos a la par	60%	46.5%	22,420
Bonos con descuento	20%	42.6%	20,540 ^{1/}
Dinero nuevo	20%	10.9%	5,300 ^{2/}

1/ Considerando el descuento, el monto total es US\$ 13,350 millones. De este total, US\$ 1,590 millones conformaron una serie especial de bonos con descuento sin garantía. Esta serie se destinó a los bancos comerciales mexicanos.

2/ Los participantes en esta opción acordaron destinar alrededor de US\$ 1,090 millones en dinero nuevo, por los siguientes cuatro años.

Respecto de las primeras dos alternativas, México utilizó alrededor de US\$ 7,100 millones para comprar los bonos del Tesoro de Estados Unidos que sirvieran de garantía sobre el principal e intereses⁴⁰.

La distribución de la suma referida se resume en el Cuadro No. 4.3.

Cuadro No. 4.3

GARANTÍAS NECESARIAS PARA LA REESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA MEXICANA

Destino de los fondos	Monto (US\$ millones)
Garantía del principal	3,400.0
Garantía rotativa de los intereses	3,690.0
Garantía sobre bonos previamente emitidos"	23.9
Total	7,113.9

1/ El destino específico de las garantías se detalla en el plan de financiamiento para la emisión de los bonos Brady mexicanos.

40. Sobre los bonos del Tesoro como garantía, ver el Anexo No. 1.

Con el fin de establecer las garantías, el gobierno mexicano utilizó recursos propios, así como aquellos provenientes del FMI, BM y EXIMBANK de Japón, tal como se aprecia en el Cuadro No. 4.4.

Cuadro No. 4.4

ORIGEN DE LOS FONDOS USADOS EN LA OPERACIÓN DE REESTRUCTURACIÓN

	Monto (US\$ millones)
Reservas mexicanas	1,240
Fondo Monetario Internacional	1,700
Banco Mundial	2,010
EXIMBANK de Japón	2,050

Cabe destacar que el monto total proveniente del FMI, fue insuficiente para respaldar las operaciones de reducción de deuda. Recursos adicionales, tanto de México como del Comité Asesor, tuvieron que ser asignados para incrementar este fondo.

4.1.1 Características de la emisión mexicana

Los bonos mexicanos emitidos en 1988, conocidos como bonos "aztecas", fueron los primeros bonos de intercambio⁴¹ garantizados. Como se ha mencionado, constituyeron el modelo que determinó otros muchos acuerdos posteriores en el marco del plan Brady. Los bonos "aztecas" fueron emitidos el 30 de marzo de 1988. Mediante esta operación, los Estados Unidos de México intercambiaron un total de US\$ 3,667 millones de deuda previamente reprogramada, correspondiente a las entidades del sector público mexicano. El intercambio se llevó a cabo con la banca comercial extranjera por US\$ 2,556 millones de bonos "aztecas", con vencimiento en el año 2008. Estos bonos fueron emitidos con un descuento promedio de 30.3%. Para garantizar

41. *Exchange Bonds*. Se denomina así, a los bonos emitidos para reestructurar una deuda anterior.

totalmente el pago del principal en el momento de maduración, se adquirió bonos sin cupones del Tesoro norteamericano (con 20 años de horizonte), por un valor de US\$ 492 millones.

Los Cuadros No. 4.5 y 4.6 resumen las características de la emisión mexicana⁴².

Cuadro No. 4.5

MÉXICO: BONO "AZTECA"

Bono "Azteca" (con descuento) (FRB ^{1/})	
Emisor	Estados Unidos de México
Garante	Ninguno
Forma	Bonos registrados.
Plaza	Luxemburgo
Monto emitido	US\$ 2,556'093,000
Denominación	US\$ 250,000 y US\$ 1,000 X
Moneda	Dólares americanos
Fecha de emisión	31 de marzo de 1988
Fecha de vencimiento	31 de marzo de 2008
Cupón	LIBOR a 6 meses + 1.625%. Pagos semestrales de cupón en fechas: 31 de marzo y 30 de setiembre.
Tasa mínima de cupón	5%
Amortización	<i>Bullet</i>
Adicionales	Bonos sin cupones del Tesoro de los Estados Unidos, en monto suficiente para cubrir el pago del principal.
Tipo de calendario	Actual/360
Opciones	<i>Callable</i> a la par en cualquier fecha de cupón.

1/ Bonos de tasa flotante (*Floating Rate Bonds*).

42. En todos los casos, el emisor puede redimir parcial o totalmente estos bonos en cualquier fecha de cupón, siempre que toda redención parcial se efectúe *pro rata*.

Cuadro No. 4.6

MÉXICO: BONOS A LA PAR

Bonos a la par (FRB)	
Emisor	Estados Unidos de México
Garante	Ninguno
Forma	Bonos registrados (menos DM) o al portador (sólo en DM).
Plaza	Luxemburgo (menos DM) Frankfurt (DM)
Monto emitido	US\$ 22,427'000,000, dividido en: US\$ 17,874'818,000 (Dólares) ¥ 34,854'900,000 (Yenes) DM 2,587'766,000 (Marcos) DFI 332'470,000 (Guilders) FF 8,237'550,000 (F.Franceses) SF 351'364,000 (F.Suizos ^{1/2}) ITL 1'206,765'122,830 (Liras)
Denominación	US\$ 250,000 y US\$ 1,000 X DM 1,000 FF 1'500,000
Fecha de emisión	28 de marzo de 1990
Fecha de vencimiento	31 de diciembre de 2019
Cupón	Pagos semestrales de cupón, según la siguiente equivalencia (en tasas anuales) y días de pago: USD: 6.25%; 30/mar., 30/set. DM: 5.01%; 15/jun., 15/dic. DFI: 5.31%; 30/abr., 30/oct. FF: 6.63%; 30/may., 30/nov. ITL: 10.75%; 30/may., 30/nov. YEN: 3.85%; 30/abr., 30/oct. SF: 3.75%; 15/jun., 15/dic.
Garantía de pago de intereses	El pago de los intereses está parcialmente asegurado por una garantía rotativa de 18 meses de intereses, monto constituido en dinero o inversiones permitidas en dólares. El número de meses cubierto por la garantía varía de moneda a moneda.

(continúa)

(continuación)

Amortización	<i>Bullet</i>
Garantía de pago del principal	Bonos sin cupones del Tesoro de los Estados Unidos, en monto suficiente para cubrir el pago del principal.
Opciones ^{2/}	<i>Callable</i> a la par cualquier día útil.
Tipo de calendario	30/360

1/ No cuenta con garantía sobre el pago de intereses.

2/ Ver en la sección 2 datos adicionales sobre las cláusulas de recuperación de valor de estos bonos.

Los siguientes bonos con descuento se emitieron originalmente al 65% del valor nominal de la deuda. El principal e intereses de estos bonos está garantizado, del mismo modo que los bonos a la par (ver Cuadros No. 4.7 y No. 4.8).

Cuadro No. 4.7

MÉXICO: BONOS CON DESCUENTO

Bonos con descuento (FRB)	
Emisor	Estados Unidos de México
Garante	Ninguno
Forma	Bonos registrados o al portador (algunos en DM).
Plaza	Luxemburgo (menos DM) Frankfurt (DM)
Monto emitido	US\$ 11,764'000,000, dividido en: US\$ 11,498'144,000 (Dólares) ¥ 1,732'500,000 (Yenes) DM 166'154,000 (Marcos) DFI 31'260,000 (Guilders) FF 62'715,000 (F.Franceses) C\$ 162'496,000 (Dólares canadienses)
Denominación	US\$ 250,000 y US\$ 1,000 X

(continúa)

(continuación)

Fecha de emisión	28 de marzo de 1990
Fecha de vencimiento	31 de diciembre de 2019
Cupón	LIBOR a 6 meses + 0.8125%. Pagos semestrales, según el siguiente cronograma: USD: 15/abr., 15/oct. (serie "A") USD: 30/abr., 30/oct. (serie "B") USD: 15/may., 15/nov. (serie "C") USD: 30/may., 30/nov. (serie "D") DM: 28/mar., 28/set. DFI: 15/abr., 15/oct. FF: 30/may., 30/nov. CS: 15/may., 15/nov. YEN: 30/abr., 30/oct.
Amortización	<i>Bullet</i>
Adicionales	Bonos sin cupones del Tesoro de los Estados Unidos, en monto suficiente para cubrir el pago del principal. El pago de los intereses está parcialmente asegurado por una garantía rotativa de 18 meses de intereses, monto constituido en dinero o inversiones permitidas en dólares. El número de meses cubierto por la garantía varía de moneda a moneda.
Tipo de calendario	Actual/360

Cuadro No. 4.8

MÉXICO: BONOS DE DINERO NUEVO

Bonos de dinero nuevo (NMB) (FRB)	
Emisor	Estados Unidos de México
Garante	Ninguno
Forma	Bonos registrados.
Plaza	Luxemburgo (CEDEL/Euroclear)

(continúa)

(continuación)

Monto emitido	US\$ 174 millones
Denominación	US\$ 250,000 y US\$ 1,000 X
Fecha de emisión	28 de marzo de 1990
Fecha de vencimiento	25 de marzo de 2005
Cupón	LIBOR a 6 meses + 0.8125%. Pagos semestrales en fechas: 28 de marzo y 28 de setiembre.
Amortización	Dieciséis pagos semestrales anuales, comenzando el 28 de setiembre de 1997.
Tipo de calendario	Actual/360

4.2 Brasil

El monto de la deuda brasileña objeto de reestructuración ascendía a US\$ 46,590 millones. En julio de 1992, Brasil llegó a un acuerdo previo con los casi 750 bancos que conformaban el comité de acreedores. Durante el siguiente semestre se hicieron los ajustes necesarios al plan, para entregar el menú final de opciones el 29 de diciembre de 1992. Las alternativas de esta propuesta fueron:

- Intercambiar principal de deuda por bonos a la par o descontados, ambos a 30 años y con un nuevo sistema de "inyección de garantías"⁴³ (ver Cuadros No. 4.9 y 4.10).
- Reprogramar e intercambiar el principal antiguo por bonos DCB (bonos de conversión de deuda) a 18 años (ver Cuadro No. 4.11). Adicionalmente, los acreedores debían comprar (con dinero fresco) bonos de dinero nuevo (NMB) en una proporción que oscilaba alrededor del 18.8% del monto convertido a DCB (ver Cuadros No. 4.12 y 4.13).

43. *Collateral Phase-in Process.*

- Intercambiar principal por FLIRB a 15 años (ver Cuadro No. 4.14). Estos bonos devengan una tasa de interés reducida por los primeros años y luego "saltan" (*step-up*), hasta una tasa con premio (LIBOR + 13/16%) (ver Cuadro No. 4.15).
- Intercambiar principal a su valor nominal por bonos de capitalización (*C-Bonds*) a 20 años (ver Cuadro No. 4.16). Estos bonos incrementan el principal con el tiempo durante los primeros 6 años, resultado de la diferencia de la tasa del bono y una tasa referencial de 8%.
- Intercambiar los intereses impagos de la deuda (incluyendo penalidades) por bonos de deuda elegible (El) (ver Cuadros No. 4.17 y 4.18).

Los bonos Brady emitidos por Brasil ingresaron al mercado el 15 de abril de 1994. Su valor estimado era de US\$ 43,000 millones. Con el propósito de adquirir las garantías respectivas para acompañar dichos instrumentos, Brasil desembolsó US\$ 2,800 millones de sus reservas internas. El monto total de bonos sin cupones del Tesoro norteamericano, necesario para culminar la garantía preliminar, ascendía a US\$ 3,900 millones. Sin embargo, el FMI, que supuestamente proporcionaría gran parte del resto de los recursos para el colateral, no consideró apto a Brasil para recibir su ayuda. De hecho, este país no pudo cumplir con los requisitos impuestos por el organismo multilateral. Como resultado, el Tesoro de Estados Unidos se negó a emitir bonos sin cupones no negociables, ya que exigía la participación del FMI.

Los bonos que se presentan en los Cuadros No. 4.9 a 4.18, están enmarcados en un plan de "inyección de colateral". Esto significa que a medida que transcurre el tiempo, Brasil destinará recursos adicionales al establecimiento de garantías completas. Debe recordarse que los documentos fueron emitidos parcialmente garantizados. Cada bono particular tiene sus propias normas respecto de la garantía de los pagos. Entre los que cuentan con algún tipo de garantía: una parte sólo garantiza el pago de intereses; los otros, ambos pagos (principal e intereses).

Al momento de la emisión se establecieron normas precisas sobre hasta qué punto podría permanecer un documento parcialmente garantizado. Se permitió que los bonos con descuento "opción A", sólo tuvieran garantía sobre el principal. Los FLIRB, por el contrario, exclusivamente sobre el pago de intereses. Los bonos a la par fueron emitidos sin garantía alguna.

Las dos "opciones" de los bonos a la par y con descuento representan el modo cómo se prioriza la adición de colateral. Bajo la "opción A" se garantiza primero el principal; mientras que en la "opción B", el colateral se distribuye proporcionalmente entre el principal e intereses, antes de garantizar deuda nueva. Bajo cualquier opción, los bonos emitidos con cobertura completa de principal e intereses se denominaron serie "Z". Los bonos "opción A" con garantía sobre el principal, solamente se reconocen como serie "Y". Los bonos serie "Y" se transforman en serie "Z" cuando culmina la inyección de garantías sobre el pago de intereses.

La mayor prioridad en la adición de colateral es para el principal de los bonos con descuento de la "opción A". El colateral restante se destina a las "opciones A y B" de los bonos a la par y con descuento, sobre la base del monto de deuda existente vinculada con cada opción, hasta que se garantiza totalmente el principal de los bonos a la par bajo la "opción A". En adelante, el colateral disponible se asigna a las "opciones A y B" de bonos a la par y con descuento mediante el esquema *pro-rata*, de acuerdo con el costo del colateral requerido para garantizar cada opción.

Cuadro No. 4.9

BRASIL: BONOS A LA PAR

Bonos a la par (<i>Step-up</i>) (Opciones A y B)	
Emisor	República Federal de Brasil
Garante	Ninguno
Forma	Registrados y sin registrar.
Plaza	Luxemburgo (CEDEL/EUROCLEAR,144A)
Monto emitido	US\$ 8,400 millones ^{1/}
Denominación	US\$ 250,000 y US\$ 1,000 X
Moneda	Dólares americanos
Fecha de emisión	15 de abril de 1994
Fecha de vencimiento	15 de abril de 2024
Cupón	Semestral, pagadero en fechas: 15 de abril y 15 de octubre.

(continúa)

(continuación)

Cronograma de pasos (<i>steps</i>)	<p>Hasta el 15/abr./1995: 4.0%</p> <p>15/abr./1995 - 15/abr./1996: 4.25%</p> <p>15/abr./1996 - 15/abr./1997: 5.0%</p> <p>15/abr./1997 - 15/abr./1998: 5.25%</p> <p>15/abr./1998 - 15/abr./1999: 5.5%</p> <p>15/abr./1999 - 15/abr./2000: 5.75%</p> <p>15/abr./2000 - final: 6.0%</p>
Series	<p>Serie "Y": Colateral sobre el principal total.</p> <p>Serie "Z": Colateral sobre el principal y los intereses.</p> <p>Serie "P": No tiene colateral.</p>
Garantía de pago del principal	<p>El principal está totalmente garantizado con bonos sin cupones del Tesoro de los Estados Unidos y otros documentos de crédito de plena seguridad. La garantía se completará luego del proceso de inyección de colateral, el 15 de abril de 1996.</p>
Garantía de pago de intereses	<p>El pago de intereses está garantizado (en las series que se indicaron) mediante un sistema rotativo. El monto de la garantía cubre 12 meses de pago de intereses. La garantía se completará luego del proceso de inyección de colateral (menos para la serie "Z").</p> <p>Comenzando el 15 de octubre de 1995 para la serie Y3; y el 15 de abril de 1996 para la serie Y4, P1, P3 y P3; para la serie "Z", será provisto colateral adicional para mantener una garantía rotativa sobre los intereses. Será suficiente para cubrir 12 meses de pago de intereses a una tasa asumida de 6%. La hipotética deficiencia de pago de esta garantía en los bonos "Y", se compensará con 0.75% en pagos de interés.</p> <p>Cualquier incumplimiento de pago de esta garantía en los bonos "P" (a la par), generará la conversión de la modalidad de repago del principal, de un <i>bullet</i> a un cronograma de repago con amortización. El horizonte de vida del bono se reduciría 20 años hasta el 15 de octubre de 2004, con 16 pagos semestrales, comenzando después de un período de gracia de 2 años y medio. Estos bonos se convertirían en instrumentos de tasa flotante, con una tasa LIBOR + 0.8125%.</p> <p>Un hipotético incumplimiento de pago de esta garantía en los bonos "Y", se compensará con 0.50% en pagos de interés.</p>

(continúa)

(continuación)

Opciones	<i>Callable</i> a la par en cualquier fecha de cupón. El gobierno de Brasil puede recomprar los instrumentos a cualquier precio, siempre que sea después de: a) 30 meses de la fecha de emisión, o b) la finalización de la inyección de colateral.
Amortización	<i>Bullet</i>
Tipo de calendario	30/360

1/ US\$ 10,490 millones pendientes, como resultado de la conversión de bonos *phase-in* en bonos a la par el 16 de octubre de 1995.

Cuadro No. 4.10

BRASIL: BONOS CON DESCUENTO

Bonos con descuento (FRN) (Opciones A y B)	
Emisor	República Federal de Brasil
Garante	Ninguno
Forma	Registrados y sin registrar (elegibles según la norma 144a).
Plaza	Luxemburgo
Monto emitido	US\$ 9,030 millones
Denominación	US\$ 250,000 y US\$ 1,000 X
Moneda	Dólares americanos
Fecha de emisión	15 de abril de 1994
Fecha de vencimiento	15 de abril de 2024
Cupón	LIBOR a 6 meses + 0.8125%. Pagaderos semestralmente en fechas: 15 de abril y 15 de octubre.
Series	Serie "Y": Colateral sobre el principal total. Serie "Z": Colateral sobre el principal y los intereses. Serie "P": No tiene colateral.

(continúa)

(continuación)

Garantía de pago del principal	El principal está totalmente garantizado con bonos sin cupones del Tesoro de los Estados Unidos.
Garantía de pago de intereses	Se mantendrá una garantía rotativa que será suficiente para cubrir 12 meses de pago de intereses, a una tasa asumida de 8%. Un hipotético incumplimiento de pago de esta garantía en los bonos "Y", se compensará con 0.75% en pagos de interés.
Amortización	<i>Bullet</i>
Opciones	<i>Callable</i> a la par en cualquier fecha de cupón. El gobierno de Brasil puede recomprar los instrumentos a cualquier precio, siempre que sea después de: a) 30 meses de la fecha de emisión, o b) la finalización de la inyección de colateral.
Tipo de calendario	Actual/360

Cuadro No. 4.11

BRASIL: BONO DE CONVERSIÓN DE DEUDA

Bono de conversión de deuda (DCB) (FRN)	
Emisor	República Federal de Brasil
Garante	Ninguno
Forma	Registrados o al portador
Plaza	Luxemburgo
Monto emitido	US\$ 8,500 millones
Denominación	US\$ 250,000 y US\$ 1,000 X
Moneda	Dólares americanos
Fecha de emisión	15 de abril de 1994
Fecha de vencimiento	15 de abril de 2012
Cupón	LIBOR a 6 meses + 0.875%. Pagadero semestralmente en fechas: 15 de abril y 15 de octubre.

(continúa)

(continuación)

Amortización	Diecisiete pagos semestrales iguales, comenzando el 15 de abril de 2004.
Opciones	<i>Callable</i> a la par, en cualquier fecha de cupón posterior a: a) 30 meses de la fecha de emisión, o b) la finalización de la inyección de colateral.
Tipo de calendario	Actual/360
Ataduras	Durante la emisión original, el comprador debía suscribir bonos de dinero nuevo por un monto equivalente al 18.18% del valor de los DCB.

Cuadro No. 4.12**BRASIL: NEW MONEY BONDS, 1994**

<i>New Money Bonds 1994 (NMB) (FRN) (Series L y U)</i>	
Emisor	República Federal de Brasil
Garante	Ninguno
Forma	Registrados (serie L) y no registrados (serie U).
Plaza	Luxemburgo
Monto emitido	US\$ 2,100 millones
Denominación	US\$ 250,000 y US\$ 1,000 X
Moneda	Dólares americanos
Fecha de emisión	15 de abril de 1994
Fecha de vencimiento	15 de abril de 2009
Cupón	LIBOR a 6 meses + 0.875%. Pagadero semestralmente en fechas: 15 de abril y 15 de octubre.
Amortización	Diecisiete pagos semestrales iguales, a partir del 15 de abril de 2001.

(continúa)

(continuación)

Opciones	<i>Callable</i> a la par en cualquier fecha de cupón. El gobierno de Brasil podrá recomprar los instrumentos, siempre que sea después de: a) 30 meses de la fecha de emisión, o b) la finalización de la inyección de colateral.
Tipo de calendario	Actual/360

Cuadro No. 4.13

BRASIL: NEW MONEY BONDS, 1988 .

<i>New Money Bonds 1988 (NMB) (FRN)</i>	
Emisor	República Federal de Brasil
Garante	Ninguno
Forma	Al portador
Monto emitido	US\$ 670 millones
Denominación	US\$ 250,000
Moneda	Dólares americanos
Fecha de emisión	14 de noviembre de 1988
Fecha de vencimiento	15 de octubre de 1999
Cupón	LIBOR a 6 meses + 0.8125%. Pagadero semestralmente en fechas: 15 de abril y 15 de octubre.
Amortización	Catorce pagos semestrales iguales, a partir del 15 de abril de 1993.
Tipo de calendario	Actual/360

Cuadro No. 4.14

BRASIL: BONOS DE REDUCCIÓN DE INTERESES

Bonos de reducción de intereses (FLIRB) (FRN)	
Emisor	Banco Central de Brasil
Garante	República Federal de Brasil
Forma	Registrados y no registrados.
Plaza	Luxemburgo
Monto emitido	US\$ 1,740 millones
Denominación	US\$ 250,000 y US\$ 1,000 X
Moneda	Dólares americanos
Fecha de emisión	15 de abril de 1994
Fecha de vencimiento	15 de abril de 2009
Cupón	Años 1-2: 4% Años 3-4: 4.5% Años 5-6: 5% Años 7-15: LIBOR a 6 meses + 0.815%. Pago semestral de cupón en fechas: 15 de abril y 15 de octubre.
Amortización	13 pagos semestrales iguales, comenzando el día 15 de abril de 2003.
Garantía de pago de intereses	Hasta el 15 de abril de 2000, se cuenta con una garantía rotativa equivalente a 12 meses de pago de intereses, a una tasa nominal que se incrementa a 5% a partir del quinto año.
Opciones	Callable a la par en cualquier fecha de cupón, luego de que: a) transcurran 30 meses desde la fecha de emisión, o b) se complete el proceso de inyección de colateral.
Tipo de calendario	30/360 (período de tasa fija) Actual/360 (período flotante)

Cuadro No. 4.15

BRASIL: BONOS DE INTERÉS DEVENGADO

Bonos de interés devengado (<i>Step-up</i>) (PDI) (FRN)	
Emisor	Banco Central de Brasil
Garante	República Federal de Brasil
Forma	Registrados y no registrados.
Plaza	Luxemburgo
Monto emitido	US\$ 7,200 millones
Denominación	US\$ 250,000 y US\$ 1,000 X
Moneda	Dólares americanos
Fecha de emisión	1 de enero de 1991 ^{1/}
Fecha de vencimiento	1 de enero de 2001
Cupón	Año 1: 7.8125% Año 2: 8.375% Año 3: 8.75% Años 4-10 ^{2/} : LIBOR a 6 meses + 0.8125%. Pago semestral de cupón en fechas: 1 de enero y 1 de julio.
Amortización	Tres años de gracia. Pagos semestrales, % del principal: Semestres 6 - 8: 1% Semestres 9 -11: 2% Semestre 12: 4% Semestres 13 - 15: 8.50% Semestres 16 - 20: 12.30%
Opciones	<i>Callable</i> a la par en cualquier fecha de cupón.
Tipo de calendario	30/360 (período de tasa fija) Actual/360 (período flotante)

1/ La fecha real de emisión fue el 20 de noviembre de 1992.

2/ Es decir, comenzando el 1 de julio de 1994.

Cuadro No. 4.16

BRASIL: BONOS DE CAPITALIZACIÓN

Bonos de capitalización (C-Bond)	
Emisor	República Federal de Brasil
Garante	Ninguno
Forma	Al portador.
Plaza	Luxemburgo
Monto emitido	US\$ 7,400 millones
Denominación	US\$ 250,000 y US\$ 1,000 X
Moneda	Dólares americanos
Fecha de emisión	15 de abril de 1994
Fecha de vencimiento	15 de abril de 2014
Cupón	8% anual, pagadero semestralmente en fechas: 15 de octubre y 15 de abril.
Cronograma	Años 1-2: 4% en efectivo, 4% de capitalización. Años 3-4: 4.5% en efectivo, 3.5% de capitalización. Años 5-6: 5% en efectivo, 3% de capitalización. Años 7-20: 8% en efectivo, 0% de capitalización.
Amortización	Veintiún pagos semestrales iguales, desde el 15 de abril de 2004. Estas amortizaciones equivalen al 4.76% del principal final (totalmente capitalizado) o al 5.86% del valor original.
Opciones	<i>Callable</i> a la par en cualquier fecha de cupón. Los bonos podrán ser recomprados, luego de que: a) transcurran 30 meses desde la fecha de emisión, o b) finalice el proceso de inyección de colateral.
Tipo de calendario	30/360

Cuadro No. 4.17

BRASIL: BONOS DE DEUDA ELEGIBLE

Bonos de deuda elegible (EI) (FRN) (Serie L)	
Emisor	Banco Central de Brasil
Garante	Ninguno
Forma	Registrados y sin registrar.
Plaza	Luxemburgo (EUROCLEAR,144a)
Monto emitido	US\$ 4,300 millones
Denominación	US\$ 250,000 y US\$ 1,000 X
Moneda	Dólares americanos
Fecha de emisión	15 de abril de 1994
Fecha de vencimiento	15 de abril de 2006
Cupón	LIBOR a 6 meses + 0.8125%. Pagadero semestralmente en fechas: 15 de octubre y 15 de abril.
Amortización	Tres años de gracia. Pagos semestrales, % del principal: 15 de abril, 1997 - 15 de abril, 2000: 1% 15 de octubre, 2000: 5% 15 de abril, 2001 - 15 de abril, 2006: 8%
Opciones	Callable a la par en cualquier fecha de cupón. Los bonos podrán ser recomprados luego de que: a) transcurran 30 meses desde la fecha de emisión, o b) termine el proceso de adición de colateral.
Tipo de calendario	Actual/360

Cuadro No. 4.18

BRASIL: EXIT BONDS

<i>Exit bonds</i>	
Emisor	República Federal de Brasil
Garante	Ninguno
Forma	Al portador
Monto emitido	US\$ 1,060 millones
Denominación	US\$ 250,000 y US\$ 1,000 X
Moneda	Dólares americanos
Fecha de emisión	15 de setiembre de 1988
Fecha de vencimiento	15 de marzo de 2013
Cupón	6.00% fijo pagadero en fechas: 15 de marzo y 15 de setiembre.
Amortización	30 pagos semestrales iguales, comenzando el 15 de setiembre de 1999 (<i>pro-rata sinking fund</i>).
Ley que lo rige	Nueva York
Tipo de calendario	30/360

4.3 Filipinas

La República de Filipinas reestructuró su deuda externa en dos etapas. La primera concluyó en mayo de 1990, con la emisión de US\$ 863 millones en bonos de dinero nuevo. Los acreedores que participaron en esta negociación tuvieron la opción de convertir hasta el 50% de obligaciones de dinero nuevo anteriores en NMB de 1990. El gobierno filipino iniciaría, adicionalmente, un plan de recompra de deuda en efectivo por US\$ 1,300 millones de créditos con la banca comercial. Estos préstamos se recomprarían al 50% de su valor nominal.

La segunda etapa de la reestructuración se completó en setiembre de 1991. El acuerdo logrado con el comité asesor bancario cubría un monto estimado de

US\$ 4,600 millones en deuda de mediano y largo plazo. El 14 de mayo de 1992, el gobierno filipino recompró alrededor de US\$ 1,260 millones de su deuda a 52 centavos por dólar.

El 1 de diciembre de 1992, seis meses después de elaborada la hoja de términos, los acreedores comerciales decidieron intercambiar US\$ 1,894 millones de la deuda elegible por IRB (a la par) a 25 años y US\$ 757 millones en FLIRB a 15 años (ver Cuadro No. 4.19).

Cuadro No. 4.19

EMISIÓN DE BONOS BRADY FILIPINOS DE 1992

Opción	Monto (US\$ millones)
IRB a 25 años (a la par, con principal garantizado)	1,894
FLIRB a 15 años	757
DCB (con dinero nuevo)	138
DCB (con deuda anterior)	559

El colateral correspondiente a la garantía provino tanto del FMI y del EXIM-BANK de Japón como de los recursos propios del gobierno filipino (ver Cuadro No. 4.20).

Cuadro No. 4.20

FUENTES DE FINANCIAMIENTO PARA EL COLATERAL FILIPINO

Fuente	Monto (US\$ millones)
FMI	730
EXIMBANK de Japón	470
Reservas filipinas	1,040

En los Cuadros No. 4.21 a 4.24, se presentan los detalles de los documentos emitidos.

Cuadro No. 4.21

FILIPINAS: BONOS A LA PAR

Bonos a la par (<i>Step-up</i>) (IRB)	
Emisor	Banco Central de las Filipinas
Garante	República de las Filipinas
Forma	Registrados.
Plaza	Luxemburgo (Euroclear/CEDEL)
Monto emitido	US\$ 1,894 millones, divididos por series: Serie "A": US\$ 153.49 millones Serie "B": US\$ 1,740.6 millones
Denominación	US\$ 250,000 y US\$ 1,000 X
Moneda	Dólares americanos
Fecha de emisión	1 de diciembre de 1992
Fecha de vencimiento	Serie "A": 1 /jun./ 2018 Serie "B": 1 /dic./ 2017
Amortización	<i>Bullet</i>
Cupón Serie "A"	Trimestral, pagadero en fechas: 1 de febrero, mayo, agosto y noviembre, hasta 1994 inclusive. Pagos semestrales: el 1 de mayo y noviembre, a partir de 1995 hasta 2018. Pago "pequeño" de cupón, el 1 de junio de 2018.
Cronograma de pasos (<i>steps</i>) Serie "A"	Hasta el 1/nov./93: 4.25% hasta el 1/nov./94: 5.25% hasta el 1/nov./95: 5.75% 1/nov./95 - 1/dic./97: 6.25% 1/nov./97 - final: 6.50%
Cupón Serie "B"	Trimestral, pagadero en fechas: 1 de marzo, junio, setiembre y diciembre, hasta 1994 inclusive. Pagos semestrales: el 1 de junio y diciembre, a partir de 1995 hasta la madurez.

(continúa)

(continuación)

Cronograma de pasos (<i>steps</i>) Serie "B"	Hasta el 1/dic./93: 4.25% hasta el 1/dic./94: 5.25% hasta el 1/dic./95: 5.75% 1/dic./95 - 1/dic./97: 6.25% 1/dic./97 - final: 6.50%
Garantía de pago del principal	El principal está totalmente garantizado con obligaciones sin cupones del Tesoro de los Estados Unidos, a 25 y 26 años.
Garantía de pago de intereses	El pago de intereses está garantizado rotativamente por una cuenta inamovible en el Banco de Reserva Federal de Nueva York. Se mantiene el equivalente a 14 meses de intereses en efectivo o inversiones tipo "AA-" o mejores.
Opciones	El gobierno filipino podrá redimir parcial o totalmente estos bonos en cualquier fecha de cupón (previo aviso 30 días antes), siempre que toda redención parcial se efectúe <i>pro-rata</i> .
Tipo de calendario	Actual/360

Cuadro No. 4.22**FILIPINAS: BONOS DE CONVERSIÓN DE DEUDA**

Bono de conversión de deuda (DCB) (FRB) (Series A y B)	
Emisor	Banco Central de las Filipinas
Garante	República de las Filipinas
Forma	Al portador.
Plaza	Luxemburgo (Euroclear/CEDEL)
Monto emitido	US\$ 696.60 millones, divididos por series: Serie "A": US\$ 5.30 millones Serie "B": US\$ 691.50 millones
Denominación	US\$ 250,000 y US\$ 1,000 X
Moneda	Dólares americanos

(continúa)

(continuación)

Fecha de emisión	1 de diciembre de 1992
Fecha de vencimiento	Serie "A": 1 de junio de 2010 Serie "B": 1 de diciembre de 2009
Cupón	LIBOR a 6 meses + 0.8125%. Pagos semestrales de cupón.
Amortización	Serie "A": 27 pagos iguales semestrales, comenzando el 1 /dic./97. Serie "B": 25 pagos iguales semestrales, comenzando el 1 /dic./97.
Opciones	Serie "A": Llamadas "discretas", con preaviso de 30 días antes de la fecha de cupón (al 100%). Comenzando el 1 de marzo de 1993. Serie "B": Llamadas "discretas", con preaviso de 30 días antes de la fecha de cupón (al 100%). Comenzando el 1 de junio de 1993.

Cuadro No. 4.23**FILIPINAS: BONOS DE REDUCCIÓN DE INTERESES**

Bonos de reducción de intereses (FLIRB) (<i>Step-up</i>) (Series A y B)	
Emisor	Banco Central de las Filipinas
Garante	República de las Filipinas
Forma	Al portador.
Plaza	Luxemburgo (Euroclear/CEDEL)
Monto emitido	US\$ 757.3 millones, divididos por series: Serie "A": US\$ 130.8 millones Serie "B": US\$ 626.6 millones
Denominación	US\$ 250,000
Moneda	Dólares americanos
Fecha de emisión	1 de diciembre de 1992

(continúa)

(continuación)

Fecha de vencimiento	Serie "A": 1 /dic./ 2007 Serie "B": 1 /jun./ 2008
Amortización	Pagos semestrales iguales, comenzando el 1/dic./ 1999.
Cupón y cronograma de pasos Serie "A" (tasas anuales)	Hasta el 1/dic./94: 4% pagadero trimestralmente; 1/dic/94 - 1/dic./97: 5% pagadero semestralmente y posteriormente, hasta el 1/dic./98: 6% pagadero semestralmente; 1/dic./98 - madurez: LIBOR + 0.8125%, pagadero semestralmente.
Cupón y cronograma de pasos Serie "B" (tasas anuales)	Hasta el 1/nov./94: 4% pagadero trimestralmente; 1/nov./94 - 1/nov./97: 5% pagadero semestralmente y posteriormente, hasta el 1/nov./98: 6% pagadero semestralmente; 1/nov./98 - madurez: LIBOR + 0.8125% pagadero semestralmente.
Garantía de pago de intereses	Por un período de 6 años, el pago de intereses está garantizado rotativamente por una cuenta inamovible en el Banco de Reserva Federal de Nueva York. Se mantiene el equivalente a 12 meses de intereses (a una tasa supuesta de 6% anual) en efectivo o inversiones tipo "AA-" o mejores.
Opciones	Callable a la par en cualquier fecha de cupón (previo aviso 30 días antes).

Cuadro No. 4.24**FILIPINAS: BONOS DE DINERO NUEVO**

Bonos de dinero nuevo (NMB) (FRB)	
Emisor	Banco Central de las Filipinas
Garante	República de las Filipinas
Forma	Registrados.
Plaza	Luxemburgo (Euroclear/CEDEL)
Monto emitido	US\$ 863 millones
Denominación	US\$ 250,000 y US\$ 1,000 X

(continúa)

(continuación)

Moneda	Dólares americanos
Fecha de emisión	15 de mayo de 1990, 29 de agosto de 1990 y 29 de junio de 1990.
Fecha de vencimiento	5 de enero de 2005
Cupón	LIBOR a 6 meses + 1.625%. Pagos semestrales de cupón en fechas: 5 de enero y 5 de julio.
Amortización	15 pagos semestrales iguales, comenzando el 5 de enero de 1998.
Opciones	<i>Callable</i> a la par en cualquier fecha de cupón (previo aviso 30 días antes).
Tipo de calendario	Actual/360

4.4 Costa Rica

El acuerdo obtenido entre Costa Rica y la banca acreedora involucró la recompra de una proporción sustantiva de la deuda bancaria total del país. La firma de este convenio se llevó a cabo en noviembre de 1989, en tercer lugar, después de México y Filipinas⁴⁴.

La deuda del país con los bancos acreedores ascendía a US\$ 2,000 millones aproximadamente, mientras que su endeudamiento total era de US\$ 4,600 millones. El acuerdo comprendió US\$ 1,800 millones de la deuda de mediano plazo y US\$ 325 millones de atrasos acumulados en el pago de intereses desde 1986.

En esta negociación se excluyó la alternativa de ingreso de dinero "fresco". Los bancos sólo tenían la opción de reducir el monto de la deuda. De este modo,

44. Cabe recordar que Brasil efectuó una emisión de bonos en 1988, antes de su acuerdo Brady formal en 1992.

Costa Rica obligaba a los bancos a castigar las cuentas pendientes. Los términos más relevantes del acuerdo se consignan a continuación⁴⁵.

- Los bancos tendrían la oportunidad de vender su deuda a Costa Rica a un precio alrededor de 16 centavos por dólar.
- Los bancos que vendieran 60% o más de su cartera podrían canjear la deuda restante por un bono a 20 años (que incluía 10 años de gracia), con una tasa fija de 6.25%. Estos bonos contaban con una garantía renovable de 12 o más meses de pago de intereses. No existía garantía sobre el pago del principal.
- Los bancos que vendieran menos del 60% de sus préstamos, recibirían bonos con 25 años de plazo y 15 años de gracia, con 6.25% de interés y sin garantía alguna.
- Los US\$ 325 millones de atrasos se integraban a la operación de recompra, como si estuvieran "atados". Si un banco accedía a la venta de parte o toda la porción que se le adeudaba, entonces también aceptaba incluir la parte de los atrasos que corresponde proporcionalmente a dicho monto. Los bancos que vendieran 60% o más de su cartera recibirían una garantía renovable, la cual cubre tres años de los intereses vinculados con los atrasos reprogramados.
- El resto de los atrasos, aquella parte que no fuese incluida en la venta con descuento, se eliminaría mediante el pago de 20% al contado y el saldo restante en 15 años, con una tasa de interés LIBOR + 13/16%.

Luego de una difícil negociación, el 21 de mayo de 1990 se concretó el acuerdo final entre Costa Rica y el comité de asesores de sus bancos acreedores, más del 95% de los bancos se acogió a las opciones. El gobierno recompró US\$ 990 millones de su deuda (alrededor del 55% del total comercial). El resto de la deuda elegible se refinanció y se transformó en dos series de bonos de principal e intereses.

45. Ver Devlin, Robert y Nora Lustig, *op. cit.*, p. 299.

Los bonos emitidos por Costa Rica cuentan con una "cláusula de recaptura de valor", basada en el crecimiento del PBI. Los bancos tendrían derecho a pagos adicionales cuando el PBI de este país excediera en 20% el nivel de 1989, en términos reales (ver Cuadro No. 4.25).

Cuadro No. 4.25

EVOLUCIÓN DEL PBI REAL DE COSTA RICA
(Variaciones porcentuales)^{1/}

Año	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995 [^]	89-95
Var %	5.50	3.40	2.10	7.30	6.10	4.30	2.50	28.49
Var % 89-xx	.	3.40	5.57	13.27	20.18	25.35	28.49	.

1/ La base del PBI se ha transformado a dólares constantes de 1980.

2/ Valor estimado.

Fuente: CEPAL, *Balance preliminar de América Latina y el Caribe 1995*, Santiago de Chile: CEPAL, 1995.

En ningún caso, sin embargo, estos pagos podrán exceder en un año el 4% del valor total de los bonos y de los préstamos asociados con la reprogramación de los intereses atrasados. Una vez cancelados éstos, el tope para pagos adicionales será 2%.

Costa Rica también puso en funcionamiento el sistema de conversión de deuda por capital, por un monto tope de US\$ 20 millones anuales, durante los primeros cinco años de implementado el plan.

A los bancos que acordaron vender 60% o más de sus préstamos se les ofreció la serie "A" de bonos de principal. Estos bonos cuentan con un horizonte de 20 años, período de gracia de 10 años y 18 meses de pagos de interés garantizados (con dinero o inversiones calificadas como AA- o mejores) en una cuenta intangible. Al grupo de bancos restante se le ofreció la serie "B", instrumentos con horizonte de 25 años y sin garantía alguna sobre el pago de intereses (ver Cuadros No. 4.26 y 4.27).

Cuadro No. 4.26

COSTA RICA: BONOS DE PRINCIPAL

Bonos de principal	
Emisor	Banco Central de Costa Rica
Garante	República de Costa Rica
Forma	Al portador.
Plaza	Luxemburgo
Monto emitido	Serie "A": US\$ 237 millones Serie "B": US\$ 227 millones
Denominación	US\$ 100,000
Moneda	Dólares americanos
Fecha de emisión	21 de mayo de 1990
Fecha de vencimiento	Serie "A": 21 de mayo de 2010 Serie "B": 21 de mayo de 2015
Cupón	Tasa fija de 6.25% con pagos semestrales de cupón en fechas: 21 de mayo y 21 de noviembre.
Amortización	Serie "A": 20 pagos semestrales iguales, comenzando el 21 de noviembre del año 2000. Serie "B": 20 pagos semestrales iguales, comenzando el 21 de noviembre del año 2005.
Tipo de calendario	30/360

Cuadro No. 4.27

COSTA RICA: BONOS DE INTERESES ATRASADOS

Bonos de intereses atrasados" (PDI) (FRN)	
Emisor	Banco Central de Costa Rica
Garante	República de Costa Rica
Forma	Al portador

(continúa)

(continuación)

Plaza	Luxemburgo
Monto emitido	Serie "A": US\$ 67 millones ^{2/} Serie "B": US\$ 76 millones
Denominación	US\$ 100,000 y US\$ 1,000 X
Moneda	Dólares americanos
Fecha de emisión	21 de mayo de 1990
Fecha de vencimiento	21 de mayo de 2005
Cupón	LIBOR a 3 meses + 0.8125%. Pagaderos trimestralmente en fechas: 21 de febrero, 21 de mayo, 21 de agosto y 21 de noviembre.
Amortización	61 pagos trimestrales crecientes, comenzando el 21 de mayo de 1990.
Tipo de calendario	Actual/360

1/ *interest claim bonds.*

2/ La serie "A" (ofrecida, al igual que los bonos de principal, a los bancos que vendieron 60% o más de sus préstamos) contaba con una garantía de 36 meses de pago de intereses.

4.5 Venezuela

El acuerdo, en principio, entre la banca comercial acreedora y la República de Venezuela se completó el 20 de marzo de 1990. Con él se dio inicio al plan de reestructuración de tipo Brady. Los términos finales del programa se hicieron públicos el 25 de junio de 1990. Sobre esta base, se determinó el siguiente menú de opciones (ver Cuadro No. 4.28):

Cuadro No. 4.28

RESUMEN DE LA ACOGIDA DEL MENÚ VENEZOLANO

Opción	Aceptación
Recompra	7%
Bonos a la par	37%
Bonos con descuento	9%
Bonos de conversión de deuda (DCB y de dinero nuevo)	32%
Bonos de reducción de intereses (FLIRB)	15%

- Intercambio de deuda elegible por bonos a la par o con descuento a 30 años (con términos semejantes a los del plan mexicano) (Cuadros No. 4.29 y 4.30).
- Reprogramación de las obligaciones existentes mediante el intercambio con bonos de conversión de deuda (DCB) a 17 años (ver Cuadro No. 4.31) y la compra de bonos de dinero nuevo (NMB, atados), que equivaldrían al 20% del principal pendiente intercambiado por los bonos DCB (ver Cuadros No. 4.32 y 4.33).
- Intercambio de deuda por bonos de reducción de intereses (FLIRB) a 17 años. Estos bonos devengan una tasa de interés reducida -dependiente de la moneda en la que se emitió el bono- que se incrementa a LIBOR + 13/16%, luego de 5 años (ver Cuadro No. 4.34 y 4.35).
- Intercambio de deuda elegible por notas de descuento a 91 días. Estas notas serían emitidas por el Banco Central de Venezuela. Con esta alternativa se pretendía reemplazar una opción de recompra en efectivo.

El 18 de octubre de 1990, bancos tenedores del 7% de la deuda venezolana intercambiaron la deuda por las notas de descuento, al 45% del valor nominal original.

El plan culminó el 18 de diciembre de 1990, cuando el Estado de Venezuela y el Banco Central del mismo país emitieron US\$ 10,240 millones de bonos adicionales y US\$ 8,700 millones en bonos garantizados. De este modo, se cubría el volumen restante de deuda elegible (US\$ 18,290 millones) y US\$ 1,200 millones en fondos nuevos.

El costo para obtener el colateral correspondiente a la garantía fue de aproximadamente US\$ 2,380 millones (ver Cuadro No. 4.36).

Cuadro No. 4.29

VENEZUELA: BONOS A LA PAR

Bonos a la par (Series A y B)	
Emisor	República de Venezuela
Garante	Ninguno
Forma	Registrados
Plaza	Luxemburgo para todas las monedas, excepto marcos alemanes. DM: Frankfurt.
Monto emitido	US\$ 7,446 millones. Por monedas: US\$: 6,693 millones DM: 507.7 millones FF: 321.3 millones ITL: 318,880 millones SF: 100.0 millones
Denominación	Serie "A": US\$ 1,000 y US\$ 1,000 X Serie "B": US\$ 250,000 y US\$ 1,000 X
Fecha de emisión	18 de diciembre de 1990
Fecha de vencimiento	31 de marzo de 2020
Cupón	Pagos semestrales de cupón (tasas anuales) según la siguiente equivalencia: US\$: 6.75% ambas series ("A" y "B") DM: 6.60% FF: 7.71% ITL: 11.30% SF: 4.70% Pagaderos en fechas: US\$ ("A"): 18 /abr. y 18 /oct. US\$ ("B"): 18 /may. y 18 /nov. El resto: 18 /abr. y 18 /oct. El primer pago se realizó el 18 de junio de 1991 y el pago final de intereses será el 31 de marzo de 2020, por excepción.
Amortización	<i>Ballet</i>

(continúa)

(continuación)

Garantía de pago del principal	El repago del principal de la emisión en dólares está garantizado por bonos sin cupones del Tesoro de los Estados Unidos ^{2/} .
Opciones	El gobierno venezolano podrá redimir total o parcialmente estos bonos en cualquier fecha de cupón, siempre que toda redención parcial se efectúe <i>pro-rata</i> .
Derechos de recuperación de valor	<i>Oil obligation Certificates</i> (OOC), en la proporción de 5 por cada US\$ 1,000 de deuda inicialmente intercambiada por el bono. Estos certificados facultan al tenedor a recibir pagos adicionales, dependiendo del precio de las exportaciones venezolanas de petróleo. Desde 1996, por cada dólar que el precio promedio de las exportaciones exceda US\$ 26, Venezuela pagará 0.5% anual adicional sobre el valor original del bono, hasta un máximo de 3%.
Tipo de calendario	30/360 ^{3/}

- 1/ En dos series ("A" y "B"), en montos de US\$ 5,072 millones y US\$ 1,621 millones respectivamente.
- 2/ Garantía semejante para las emisiones en monedas extranjeras se constituyeron sobre la base de documentos sin cupón, emitidos por otros gobiernos o agencias gubernamentales.
- 3/ Las series en francos franceses (FF) usan la convención: Actual/365.

Cuadro No. 4.30

VENEZUELA: BONOS CON DESCUENTO

Bonos con descuento	
Emisor	República de Venezuela
Garante	Ninguno
Forma	Bonos al portador.
Plaza	US\$: Luxemburgo DM: Frankfurt
Monto emitido	US\$ 1,226 millones. Por monedas: US\$: 968 millones" DM: 130.8 millones

(continúa)

(continuación)

Denominación	US\$ 250,000 y US\$ 1,000 X; DM 5,000
Fecha de emisión	18 de diciembre de 1990
Fecha de vencimiento	31 de marzo de 2020
Cupón	LIBOR a 6 meses + 0.8125%. Pagos semestrales de cupón en fechas: US\$ ("A"): 18/abr. y 18/oct. US\$ ("B"): 18 /may. y 18 /nov. DM: 18/abr. y 18/oct. El primer pago se realizó el 18 de junio de 1991 y el pago final de intereses será el 31 de marzo de 2020, por excepción.
Garantía de pago de intereses	El pago de intereses en dólares está garantizado rotativamente por un monto equivalente a 14 meses de interés ^{2/} .
Amortización	<i>Bullet</i>
Garantía de pago del principal	El repago del principal de la emisión en dólares está garantizado por bonos sin cupones del Tesoro de los Estados Unidos ^{2/} .
Opciones	El gobierno venezolano podrá redimir total o parcialmente estos bonos en cualquier fecha de cupón, siempre que toda redención parcial se efectúe <i>pro-rata</i> .
Derechos de recuperación de valor	<i>Oil obligation Certificates</i> (OOC), en la proporción de 5 por cada US\$ 1,000 de deuda inicialmente intercambiada por el bono. Estos certificados facultan al tenedor a recibir pagos adicionales, dependiendo del precio de las exportaciones venezolanas de petróleo. A partir del año 1996, por cada dólar que el precio promedio de las exportaciones exceda US\$ 26, Venezuela pagará 0.5% anual adicional sobre el valor original del bono, hasta un máximo de 3%.
Tipo de calendario	Actual/360

1/ La serie "A" consistió de US\$ 968 millones y la serie "B" de US\$ 211 millones.

2/ Sobre las garantías para bonos en moneda extranjera: la garantía para las emisiones en monedas extranjeras se constituyeron sobre la base de documentos sin cupón, emitidos por otros gobiernos o agencias gubernamentales.

Cuadro No. 4.31

VENEZUELA: BONO DE CONVERSIÓN DE DEUDA

Bono de conversión de deuda (DCB) (FRN) (SERIE IL y DL)	
Emisor	República de Venezuela
Garante	Ninguno
Forma	Al portador
Plaza	US\$ y Libras: Luxemburgo DM: Frankfurt
Monto emitido	US\$ 6,020 millones. Por moneda: US\$ 5,352 millones (DL) US\$ 299 millones (IL) DM 206 millones £ 120 millones
Denominación	US\$ 250,000 y US\$ 1,000 X; £ 150,000; DM 5,000
Fecha de emisión	18 de diciembre de 1992
Fecha de vencimiento	(IL) 18 de diciembre de 2007 (DL) 18 de diciembre de 2008
Cupón	Serie "DL": LIBOR a 6 meses + 0.875%. Pagadero semestralmente en fechas: 18 de junio y 18 de diciembre. Serie "IL": Hasta 18/dic./1997: 18/abr. y 18/oct. 18/dic./1997 hasta 8/dic./2008: 18/jun. y 18/dic.
Amortización	Serie "DL": Veintiún pagos semestrales iguales, comenzando el 18 de diciembre de 1997. Serie "IL": Veintitrés pagos semestrales iguales, comenzando el 18 de diciembre de 1997.
Opciones	Serie "DL": <i>Callable</i> a la par después del 18 de junio de 1996. Serie "IL": <i>Callable</i> a la par después del 18 de abril de 1996.
Tipo de calendario	Actual/360

Cuadro No. 4.32

VENEZUELA: BONOS DE DINERO NUEVO SERIE "A"

Bonos de dinero nuevo serie "A" (NMB) (FRN) (Diversas monedas)	
Emisor	República de Venezuela
Garante	Ninguno
Forma	Al portador.
Plaza	Luxemburgo ; Frankfurt (para la emisión en marcos alemanes)
Monto emitido (por monedas)	US\$ 409 millones DM 28.8 millones ^{1/} £ 28.23 millones
Denominación	US\$ 250,000 y US\$ 1,000 X; DM 5,000; £ 150,000
Fecha de emisión	50% el 18 de diciembre de 1990 25% el 18 de marzo de 1991 25% el 18 de enero de 1992
Fecha de vencimiento	18 de diciembre de 2008
Cupón	LIBOR a 6 meses (en la moneda correspondiente)+1%. Pagadero semestralmente en fechas: 18 de junio y 18 de diciembre.
Amortización	Diecisiete pagos semestrales iguales, a partir del 18 de diciembre de 1997.
Opciones	Callable a la par en cualquier fecha de cupón, desde el 18 de junio de 1996.

1/ Se consideran DM 7.2 millones, emitidos el 18 de junio de 1991.

Cuadro No. 4.33

VENEZUELA: *NEW MONEY BONDS*

<i>New Money Bonds</i> serie "B-P" y "B-NP" ^{1/} (NMB) (FRN) (Diversas monedas)	
Emisor	Banco Central de Venezuela
Garante	Ninguno
Forma	Al portador.
Plaza	US\$ y £: Luxemburgo. DM: Frankfurt.
Monto emitido	US\$ 722 millones. Por monedas: Serie "B-P": US\$ 307.19 millones DM 21.59 millones £ 21.17 millones Serie "B-NP": US\$ 307.19 millones DM 21.59 millones £ 21.17 millones
Denominación	US\$ 250,000 y US\$ 1,000 X; DM 5,000; £ 150,000
Fecha de emisión	50% el 18 de diciembre de 1990 25% el 18 de marzo de 1991 25% el 18 de enero de 1992
Fecha de vencimiento	18 de diciembre de 2005
Cupón	LIBOR a 6 meses + 0.875% ^{2/} Pagadero semestralmente en fechas: 18 de junio y 18 de diciembre.
Amortización	Diecisiete pagos semestrales iguales, a partir del 18 de diciembre de 1997.
Opciones	<i>Callable</i> a la par en cualquier fecha de cupón, desde el 18 de junio de 1996.
Tipo de calendario	Actual/360

- 1/ Los bonos con sufijo "P" pueden intercambiarse a la par en el programa de "deuda/inversión" venezolano, mientras que los bonos tipo "NP" no son elegibles para este sistema.
- 2/ Los instrumentos en libras esterlinas utilizan una tasa que se ajusta, por la necesidad del Banco de Inglaterra de mantener los depósitos con interés bajo o nulo con fines de control monetario.

Cuadro No. 4.34

VENEZUELA: BONOS DE REDUCCIÓN DE INTERESES

FLIRB (FRN)	
Emisor	República de Venezuela
Garante	Ninguno
Forma	Al portador.
Plaza	US\$: Luxemburgo DM: Frankfurt
Monto emitido	US\$ 3,020 millones. Por moneda: US\$ 2,608 millones DM 340 millones £ 37 millones S/ 153 millones (francos suizos)
Denominación	US\$ 250,000
Fecha de emisión	18 de diciembre de 1990
Fecha de vencimiento	31 de marzo de 2007
Cupón	Las tasas se presentan en el Cuadro No. 4.35.
Fecha de pago de intereses	US\$ "A": 31/mar. y 30/set. ÜS\$ "B": Entre 18/may./92 - 18/nov./96: 18 de mayo y 18 de noviembre. Entre 31/mar./97 - 34/mar./2007: 31 de marzo y 30 de setiembre. En otras monedas: 31 de marzo y 30 de setiembre.
Amortización	21 pagos semestrales iguales, comenzando el día 31 de marzo de 1997.
Garantía de pago de intereses	Hasta el 1 de abril de 1995 se contó con una garantía rotativa, equivalente a 12 meses de pago de intereses.
Opciones	<i>Callable</i> los días 31 de marzo y 30 de setiembre, a partir del año 1996.
Tipo de calendario	30/360 (periodo de tasa fija). Actual/360 (periodo flotante).

Cuadro No. 4.35

TASAS CORRESPONDIENTES A LOS FLIRB DE VENEZUELA

Tasas anuales	Moneda				
	Años	US\$	DM	SF	BP
1-2	5%	5.05%	4.90%	9%	
3-4	6%	6.05%	5.88%	10%	-
5	7%	7.10%	6.86%	11%	
6-17		LIBOR a 6 meses + 0.875%			

Cuadro No. 4.36

ORIGEN DE LOS FONDOS PARA EL COLATERAL DE LA EMISIÓN VENEZOLANA

	Cantidad (US\$ millones)
Fondo Monetario Internacional	880
Banco Mundial	500
EXIMBANK de Japón	600
Reservas de Venezuela	400 ^{1/}

1/ Incluye fondos provenientes del dinero nuevo otorgado por los acreedores.

4.6 Uruguay

El paquete de reestructuración de deuda negociado entre Uruguay y sus bancos comerciales acreedores, cubrió alrededor de US\$ 1,600 millones en deuda de mediano y largo plazo. Esta deuda había sido previamente refinanciada el 4 de marzo de 1990. La hoja de términos fue firmada en octubre de 1990 y en ella, se consignaron las siguientes alternativas para los acreedores:

Participar en la recompra de alrededor del 39% de la deuda elegible, a un precio de 56 centavos por dólar respecto de su valor nominal.

Intercambiar deuda por bonos a la par a 30 años, con garantía plena sobre el principal y rotativa sobre el pago de intereses (18 meses) (ver Cuadro No. 4.37).

Intercambiar deuda por DCB a 17 años (ver Cuadro No. 4.38). Esta opción está atada a la compra de NMB a 15 años, en cantidad equivalente al 20% de la deuda vinculada a los DCB adquiridos (ver Cuadro No. 4.39). Ninguno de los dos bonos cuenta con garantías.

Cuadro No. 4.37

URUGUAY: .BONOS A LA PAR

Bonos a la par (Series A y B)	
Emisor	Banco Central de Uruguay
Garante	República Oriental del Uruguay
Forma	Registrados.
Plaza	Luxemburgo
Monto emitido	US\$ 529,6 millones. Serie "A": US\$ 331,0 millones Serie "B": US\$ 198,6 millones
Denominación	US\$ 250,000 y US\$ 1,000 X
Moneda	Dólares americanos
Fecha de emisión	18 de febrero de 1991
Fecha de vencimiento	18 de febrero de 2021
Cupón	Tasa fija de 6.75%. Pagos semestrales de cupón en fechas: Serie "A": 1 de enero y 1 de julio Serie "B": 1 de abril y 1 de octubre

(continúa)

(continuación)

Garantía de pago de intereses	Garantía rotativa en efectivo o inversiones tipo "AA-" o mejores en una cuenta intangible", por un monto equivalente a 18 meses de intereses.
Amortización	<i>Bullet</i>
Garantía de pago del principal	El repago del principal está completamente garantizado mediante la adquisición de bonos sin cupones del Tesoro de los Estados Unidos.
Opciones	<i>Discrete call</i> a la par, en días de cupón.
Derechos de recuperación de valor	Pagos semestrales adicionales a partir de 1996, condicionados por el incremento del "índice uruguayo de términos de intercambio" por encima de 110.
Tipo de calendario	30/360

1/ En el Banco de Reserva Federal de Nueva York.

Cuadro No. 4.38**URUGUAY: BONOS DE CONVERSIÓN DE DEUDA**

Bonos de conversión de deuda (DCB) (FRB)	
Emisor	Banco Central de Uruguay
Garante	República Oriental del Uruguay
Forma	Registrados.
Plaza	Luxemburgo
Monto emitido	US\$ 447.6 millones
Denominación	US\$ 250,000 y US\$ 1,000 X
Moneda	Dólares americanos
Fecha de emisión	18 de febrero de 1991
Fecha de vencimiento	2 de febrero de 2007

(continúa)

(continuación)

Cupón	LIBOR a 6 meses + 0.875%. Pagos semestrales de cupón en fechas: 1 de enero y 1 de julio. Por excepción, también el día de redención.
Amortización	Diecinueve pagos semestrales iguales, comenzando el 1 de julio de 1998.
Opciones	<i>No-callable</i> de por vida.

Cuadro No. 4.39**URUGUAY: BONOS DE DINERO NUEVO**

Bonos de dinero nuevo (NMB) (FRB)	
Emisor	Banco Central de Uruguay
Garante	Ninguno
Forma	Registrados
Plaza	Luxemburgo
Monto emitido	US\$ 89.5 millones
Denominación	US\$ 250,000 y US\$ 1,000 X
Moneda	Dólares americanos
Fecha de emisión	18 de febrero de 1991
Fecha de vencimiento	18 de febrero de 2006
Cupón	LIBOR a 6 meses + 1%. Pagos semestrales de cupón en fechas: 2 de enero y 2 de julio. Por excepción, también en la fecha de redención.
Amortización	Diecisiete pagos semestrales iguales, comenzando el 1 de julio de 1998 y hasta el 1 de julio de 2005.
Opciones	<i>Callable</i> a la par en cualquier fecha de cupón.
Tipo de calendario	Actual/360

El Cuadro No. 4.40 resume el porcentaje de aceptación de cada una de las alternativas del menú uruguayo.

Cuadro No. 4.40

**ALTERNATIVAS DEL MENÚ URUGUAYO ELEGIDAS
POR LOS ACREEDORES**

Tipo de instrumento	Aceptación
Recompra de deuda	39%
Bonos a la par	33%
Bonos de conversión de deuda (DCB)	28%

4.7 Nigeria

Nigeria culminó las negociaciones preliminares con sus acreedores comerciales en setiembre de 1991. La hoja de términos firmada en esta fecha establecía un plan de reestructuración al estilo Brady, operativo sobre un monto de deuda ascendente a US\$ 5,700 millones. Se ofreció a los acreedores un menú con tres opciones. Como referencia, a continuación se listan las tres alternativas originales. Nótese que los términos se modificaron al momento de la ejecución final, de la manera descrita posteriormente.

- Participar en una operación de recompra de deuda al precio de 40 centavos por dólar.
- Intercambiar deuda pendiente por bonos a la par a 28 años, con tasa de interés fija de 6.25%. Estos instrumentos tendrían garantía plena de repago del principal y garantía parcial sobre el pago de intereses, por un plazo rotativo de 12 meses. La garantía del principal se mantendría en la forma de bonos REFCORP norteamericanos (*Resolution Funding Corporation*).
- Intercambiar deuda pendiente por bonos de conversión de deuda (DCB) al portador, a 10 años. Los DCB pagarían una tasa LIBOR + 13/16%. Esta opción fue condicionada al ofrecimiento de los bancos de aportar en dinero nuevo, un 20% del monto intercambiado por los DCB.

El 21 de enero de 1992, Nigeria recompró alrededor de US\$ 3,650 millones de su deuda elegible. El monto restante (US\$ 2,050 millones) se intercambiò por bonos a la par. El país se vio obligado a adquirir bonos sin cupón del Tesoro de los Estados Unidos como forma de colateral. Dado que estos documentos son más costosos que los REFCORP previstos, la tasa de interés de los bonos se alteró para compensar el mayor gasto en garantías. El bono a la par pagana 6.25% sólo a partir de enero de 1995; mientras tanto, su tasa sería 5.5% (ver Cuadro No. 4.41).

Cuadro No. 4.41

NIGERIA: BONOS A LA PAR

Bonos a la par (<i>Step-up</i>)	
Emisor	Banco Central de Nigeria
Garante	Ninguno
Forma	Registrados.
Plaza	Luxemburgo
Monto emitido	US\$ 2,050 millones
Denominación	US\$ 250,000 y US\$ 1,000 X
Fecha de emisión	21 de enero de 1992
Fecha de vencimiento	15 de noviembre de 2020
Cupón	Hasta el 21/ene./1995: 5.5%; desde entonces: 6.25%. Pagos semestrales de cupón en fechas: 21 de enero y 21 de julio.
Garantía de pago de intereses	Garantía rotativa en efectivo o inversiones permitidas por un monto equivalente a 12 meses de intereses, a una tasa supuesta de 6.25% anual.
Amortización	<i>Bullet</i>
Garantía de repago del principal	El repago del principal está completamente garantizado mediante la adquisición de bonos sin cupones del Tesoro de los Estados Unidos.

(continúa)

(continuación)

Derechos de recuperación de valor	Estos bonos generarán pagos adicionales, en función del precio del petróleo.
Tipo de calendario	30/360

La tercera opción del menú (DCB y dinero nuevo) no fue puesta en práctica.

4.8 Argentina

El acuerdo de reestructuración de deuda de Argentina estuvo referido a la suma de US\$ 23,070 millones de deuda principal pendiente (a finales de 1991), más US\$ 7,800 millones por concepto de intereses. Una vez firmada la hoja de términos con el comité de acreedores (el 23 de junio de 1992), se presentaron dos opciones a los bancos (ver Cuadro No. 4.42):

- Intercambiar deuda por bonos a la par a 30 años. Estos bonos cuentan con tasa de interés fija y garantía sobre el pago de intereses y del principal (ver Cuadro No. 4.43).
- Intercambiar deuda por bonos con descuento. Los bonos con descuento ofrecen tasa flotante e incluyen garantías sobre el principal e intereses (ver Cuadro No. 4.44).

El 7 de abril de 1993 se intercambié US\$ 19,280 millones de la deuda por instrumentos Brady. El resto del monto elegible de deuda (la diferencia entre los US\$ 23,070 y los US\$ 19,280 millones) fue incorporado en el programa de intercambio de deuda por activos privatizables.

Cuadro No. 4.42

PRIMERA COLOCACIÓN DE DOCUMENTOS BRADY ARGENTINOS

Tipo	Monto (US\$ millones)	Porcentaje del total
Bonos a la par	12,600	65%
Bonos con descuento del 35%	6,600	35%

Cuadro No. 4.43

ARGENTINA: BONOS A LA PAR

Bonos a la par	
Emisor	República del Argentina
Garante	Ninguno
Forma	Bonos registrados en la emisión en dólares. Al portador en marcos alemanes.
Plaza	Serie "L": Luxemburgo"
Monto emitido	US\$ 12,659 millones. Por monedas: US\$: 12,492 millones DM: 284.5 millones
Denominación	US\$ 250,000 y US\$ 1,000 X; DM 1,000
Moneda	Dólares americanos, marcos alemanes.
Fecha de emisión	31 de marzo de 1993
Fecha de vencimiento	31 de marzo de 2023
Cupón	Pagos semestrales de cupón (tasas anuales). Para los bonos en US\$: Año 1: 4% Año 2: 4.25% Año 3: 5% Año 4: 5.25% Año 5: 5.5% Año 6: 5.75% Año 7-30: 6% Para los bonos en DM: Tasa fija de 5.87%. Pagaderos en fechas: 31 de mayo y 30 de noviembre. El pago final de intereses será el 31 de marzo de 2023, por excepción.
Garantía de pago de intereses	El pago de intereses en dólares está garantizado rotativamente por un monto equivalente a 12 meses de interés, a una tasa asumida de 6% anual. Los bonos en marcos fueron inicialmente garantizados, por menos de 12 meses rotativos ^{2/} .

(continúa)

(continuación)

Amortización	<i>Bullet</i>
Garantía de repago del principal	El repago del principal de la emisión en dólares está garantizado por bonos sin cupones del Tesoro de los Estados Unidos. Garantía semejante para la emisión en marcos alemanes, está constituida por bonos sin cupones del Banco de Crédito para la Reconstrucción ^{3/} .
Opciones	El gobierno argentino podrá redimir total o parcialmente estos bonos en cualquier fecha de cupón, siempre que toda redención parcial se efectúe <i>pro-rata</i> .
Tipo de calendario	30/360

1/ La serie "U" no está listada.

2/ En este caso, la garantía se obtenía de la diferencia del costo de la garantía sobre principal e intereses para los bonos en dólares menos el costo de la garantía sobre el principal para los bonos en moneda extranjera.

3/ *Kreditanstalt für Wiederaufbau*.**Cuadro No. 4.44****ARGENTINA: BONOS CON DESCUENTO**

Bonos con descuento	
Emisor	República de Argentina
Garante	Ninguno
Forma	Bonos registrados (USD). Al portador (DM).
Plaza	Serie "L": listada en Luxemburgo
Monto emitido	US\$ 4,315 millones. Por monedas: En dólares: 4,137.3 millones En marcos: 281.9 millones
Denominación	US\$ 250,000 y US\$ 1,000 X
Moneda	Dólares americanos, marcos alemanes

(continúa)

(continuación)

Fecha de emisión	31 de marzo de 1993
Fecha de vencimiento	31 de marzo de 2023
Cupón	Tasa LIBOR a 6 meses ^{1/} + 0.8125% al año, pagaderos en fechas: 31 de mayo y 30 de noviembre. El último pago de intereses se efectuará el 31 de marzo de 2023, por excepción.
Amortización	<i>Bullet</i>
Garantías	Bonos sin cupones en un monto suficiente para garantizar el principal y 12 meses de intereses rotativamente, a una tasa asumida de 8% anual. Se aplican las mismas restricciones que en los bonos a la par.
Opciones	El gobierno argentino podrá redimir total o parcialmente estos bonos en cualquier fecha de cupón, siempre que toda redención parcial se efectúe <i>pro-rata</i> .
Tipo de calendario	Actual/360

1/ Para la respectiva moneda.

El 29 de octubre de 1993, Argentina emitió US\$ 6,600 millones en bonos de tasa flotante (FRB). Una segunda emisión del mismo tipo de bonos se produjo en diciembre de 1993. El monto total de FRB argentinos es de US\$ 7,800 millones. Estos bonos están vinculados con un acuerdo de reestructuración de intereses vencidos. La denominación de estos instrumentos es *Past Due Interest Bonds* (PDI) (ver Cuadro No. 4.45).

Cuadro No. 4.45**ARGENTINA: BONOS DE TASA FLOTANTE**

Bonos de tasa flotante (PDI) (FRB)	
Emisor	República de Argentina
Forma	Registrados, en la emisión para EE.UU. Al portador, en la emisión para fuera de EE.UU.

(continúa)

(continuación)

Plaza	La serie "L" se lista en Luxemburgo ^{1/}
Monto emitido	US\$ 7,800 millones
Denominación	US\$ 250,000 y US\$ 1,000 X
Moneda	Dólares americanos
Fecha de emisión	31 de marzo de 1993
Fecha de vencimiento	31 de marzo de 2005
Cupón	LIBOR a 6 meses + 0.8125%. Pagos semestrales de cupón en fechas: 30 de marzo y 30 de setiembre.
Amortización	Pagos semestrales, como % del principal ^{2/} Semestres 1 - 5: 0% Semestres 6 -12;-1% Semestre 13: 5% Semestres 14-24: 8%
Tipo de calendario	Actual/360

1/ La serie "U" no está listada.

2/ Según el sistema de *pro-rata sinking fund*.

4.9 Jordania

Jordania llegó a su acuerdo final de reestructuración tipo Brady, el 23 de diciembre de 1993. Parte de su deuda comercial (incluyendo principal e intereses) fue recomprada al precio de 39 centavos por dólar. El resto, aproximadamente US\$ 850 millones, fue intercambiado por bonos Brady equivalentes a US\$ 650 millones. La operación jordana se efectuó de la siguiente manera:

- Mediante la emisión de US\$ 494.2 millones en bonos a la par a 30 años, se "securitizó" un monto equivalente de deuda atrasada. Estos bonos son de tipo *step-up*, con una tasa de interés que se incrementa desde 4% hasta 6%, de acuerdo con un cronograma prefijado (ver Cuadro No. 4.46).

Se intercambió deuda pendiente por bonos con descuento a 30 años. Cada dólar de deuda tuvo un descuento de 35%. Estos bonos tienen una tasa flotante de LIBOR + 0.8125% (ver Cuadro No. 4.47).

Tanto los bonos a la par como los bonos con descuento cuentan con garantía plena de repago del principal y una garantía rotativa de pago equivalente a 6 meses de intereses, a una tasa hipotética de 6% anual.

El gobierno realizó un pago en efectivo aproximadamente igual a: la mitad de los intereses elegibles para los bonos con descuento y la décima parte de los intereses elegibles para los bonos a la par. El resto de los intereses pendientes se intercambió por bonos IA (*Interest Arrears*) a 12 años, con tasa LIBOR + 0.8125% (ver Cuadro No. 4.48).

Cuadro No. 4.46

JORDANIA: BONOS A LA PAR

Bonos a la par	
Emisor	República de Jordania
Garante	Ninguno
Forma	Registrados.
Plaza	Luxemburgo (Euroclear/CEDEL)
Monto emitido	US\$ 494.2 millones ^{1/}
Denominación	US\$ 250,000 y US\$ 1,000 X
Fecha de emisión	23 de diciembre de 1993
Fecha de vencimiento	23 de diciembre de 2023
Cupón (cronograma de pasos o <i>steps</i>)	Hasta el 23/dic./1997: 4.0%, luego hasta el 23/dic./1998: 5.0%, luego hasta el 23/dic./1999: 5.5%, luego hasta el 23/dic./2023: 6.0%. Pagos semestrales de cupón en fechas: 23 de junio y 23 de diciembre.

(continúa)

(continuación)

Garantía de pago de intereses	Garantía rotativa en efectivo o inversiones permitidas por un monto equivalente a 6 meses de intereses, a una tasa asumida de 6% anual.
Amortización	<i>Bullet</i>
Garantía de repago del principal	El repago del principal está completamente garantizado, mediante la adquisición de bonos sin cupones del Tesoro de los Estados Unidos.
Opciones	Jordania podrá redimir parcial o totalmente estos bonos en cualquier fecha de cupón.
Tipo de calendario	30/360

1/ En esta cifra se incluye la emisión EE.UU. de US\$ 33.2 millones.

Cuadro No. 4.47

JORDANIA: BONOS CON DESCUENTO

Bonos con descuento (FRB)	
Emisor	República de Jordania
Garante	Ninguno
Forma	Registrados.
Plaza	Luxemburgo (Euroclear/CEDEL)
Monto emitido	US\$ 157.4 millones ^{1/}
Denominación	US\$ 250,000 y US\$ 1,000 X
Fecha de emisión	23 de diciembre de 1993
Fecha de vencimiento	23 de diciembre de 2023
Cupón	LIBOR a 6 meses + 0.8125%. Pagos semestrales de cupón en fechas: 23 de junio y 23 de diciembre.

(continúa)

(continuación)

Garantía de pago de intereses	Garantía rotativa en efectivo o inversiones permitidas por un monto equivalente a 6 meses de intereses, a una tasa asumida de 7% anual.
Amortización	<i>Bullet</i>
Garantía de repago del principal	El repago del principal está completamente garantizado mediante la adquisición de bonos sin cupones del Tesoro de los Estados Unidos.
Opciones	Jordania podrá redimir parcial o totalmente estos bonos en cualquier fecha de cupón.
Tipo de calendario	30/360

1/ Esta cifra incluye la emisión de US\$ 11.6 millones para EE.UU.

Cuadro No. 4.48

JORDANIA: BONOS IA

Bonos IA (FRB)	
Emisor	República de Jordania
Garante	Ninguno
Forma	Registrados.
Plaza	Luxemburgo (Euroclear/CEDEL)
Monto emitido	US\$ 93.7 millones ^{1/}
Denominación	US\$ 250,000 y US\$ 1,000 X
Fecha de emisión	23 de diciembre de 1993
Fecha de vencimiento	23 de diciembre de 2005
Cupón	LIBOR a 6 meses + 0.8125%. Pagos semestrales de cupón en fechas: 23 de junio y 23 de diciembre.

(continúa)

(continuación)

Amortización	Diecinueve pagos semestrales iguales, comenzando el 23 de diciembre de 1996.
Opciones	Jordania podrá redimir parcial o totalmente estos bonos en cualquier fecha de cupón.
Tipo de calendario	30/360

1/ Esta cifra incluye una emisión de US\$ 5.5 millones para EE.UU.

4.10 República Dominicana

Este país inició formalmente su plan de reestructuración de deuda externa comercial, el 6 de agosto de 1993. En dicha fecha se hizo público el plan de financiamiento, que contemplaba una deuda elegible de aproximadamente US\$ 1,100 millones, constituidos por US\$ 776 millones de principal pendiente y US\$ 298 millones de intereses atrasados (PDI).

El gobierno de República Dominicana llegó a un acuerdo con sus acreedores bancarios en febrero de 1994, respecto de la aplicación de un plan Brady. El menú de opciones presentado a los banqueros contenía las siguientes alternativas (ver Cuadro No. 4.49):

- Participar en una operación de recompra de deuda (sólo la parte del principal), al precio de 25 centavos por dólar.
- Intercambiar principal pendiente por bonos con descuento a 30 años. Los bonos se colocarían con un descuento de 35% y pagarían una tasa LIBOR a 6 meses + 0.8125%. Estos bonos tendrían garantía total del principal, en la forma de bonos sin cupones del Tesoro de Estados Unidos. Además, se proporcionaría una garantía sobre el pago de intereses, equivalente a 12 meses en forma rotativa (ver Cuadro No. 4.50).
- El gobierno pagaría 12.5% del total de intereses atrasados al momento de cerrar la operación. El resto del monto total se intercambiaría de dos posibles maneras:

- a) Participando en la recompra de intereses a 25 centavos por dólar.
 b) Intercambiándolos por bonos PDI a 15 años, con 3 años de gracia. Estos bonos pagarían una tasa LIBOR a 6 meses + 0.8125% (ver Cuadro No. 4.51).

Cuadro No. 4.49

ALTERNATIVAS DEL MENÚ BRADY ELEGIDAS POR LOS ACREEDORES DE REPÚBLICA DOMINICANA

Alternativa	Monto de deuda (US\$ millones)	Monto con descuento (US\$ millones)
Recompra de principal	355	88.8
Bonos con descuento	505	328.0
Bonos PDI (a la par)	191	191.0

Cuadro No. 4.50

REPÚBLICA DOMINICANA: BONOS CON DESCUENTO

Bonos con descuento (FRB)	
Emisor	Banco Central de República Dominicana
Garante	República Dominicana
Forma	Registrados.
Plaza	Luxemburgo
Monto emitido (equivalente en US\$)	US\$ 328.6 millones
Denominación	US\$ 250,000 y US\$ 1,000 X
Fecha de emisión	30 de agosto de 1994
Fecha de vencimiento	30 de agosto de 2024
Cupón	LIBOR a 6 meses + 0.8125%. Pagos semestrales de cupón en fechas: 30 de noviembre y 31 de mayo.

(continúa)

(continuación)

Garantía de pago de intereses	Garantía rotativa en efectivo o inversiones permitidas por un monto equivalente a 9 meses de intereses, que luego se incrementará a 12 meses de intereses. Ambas, a una tasa asumida de 6% anual.
Amortización	<i>Bullet</i>
Garantía de repago del principal	El repago del principal está completamente garantizado mediante la adquisición de bonos sin cupones del Tesoro de los Estados Unidos.
Tipo de calendario	Actual/360

Cuadro No. 4.51

REPÚBLICA DOMINICANA: BONOS PDI

Bonos PDI (FRB)	
Emisor	Banco Central de República Dominicana
Garante	República Dominicana
Forma	Registrados.
Plaza	Luxemburgo
Monto emitido (equivalente en US\$)	US\$ 191.3 millones
Denominación	US\$ 250,000 y US\$ 1,000 X
Fecha de emisión	30 de agosto de 1994
Fecha de vencimiento	30 de agosto de 2009
Cupón	LIBOR a 6 meses + 0.8125%. Pagos semestrales de cupón en fechas: 30 de noviembre y 31 de mayo.
Amortización	Veinticuatro pagos semestrales, comenzando el 30/ago./1997. Se aplica el siguiente cronograma (en % del valor nominal): pagos 1-7: 1% , pagos 8-24: 5 1/6 %
Tipo de calendario	Actual/360

4.11 Bulgaria

Bulgaria estableció un acuerdo en principio con el comité de bancos comerciales acreedores, el 24 de noviembre de 1993. Mediante este convenio se decidió dar paso a un plan tipo Brady. La deuda considerada fue de alrededor de US\$ 8,100 millones. De este monto, US\$ 6,200 millones corresponden al principal y US\$ 1,900 millones al interés atrasado (PDI). Mientras no se llevó a cabo el intercambio de documentos, Bulgaria efectuó pagos trimestrales de US\$ 30 millones por concepto de adelanto por intereses. El menú de opciones que se presentó a los bancos, el 14 de marzo de 1994, contenía cuatro alternativas:

- Participar en una recompra de deuda, por una porción del principal pendiente y sus intereses asociados, al valor de 25.1875 centavos por dólar.
- 8 Intercambiar principal por bonos con descuento a 30 años, por el 50% del valor original de la deuda. Estos bonos pagarían LIBOR más 0.8125% y contarían con garantía del principal y 12 meses rotativos de intereses (ver Cuadro No. 4.52).
- Intercambiar principal por FLIRB a 18 años, con 8 años de gracia. En un inicio, los bonos tendrían una tasa de interés de 2% y crecería progresivamente hasta LIBOR + 13/16% (ver Cuadro No. 4.53).
- Intercambiar intereses corridos por IAB (*Interest Arrears Bonds*) a 17 años.¹ Estos documentos contarían con 7 años de gracia y pagarían una tasa LIBOR + 0.8125% (ver Cuadro No. 4.54).

Al cerrarse el trato, Bulgaria pagó alrededor de US\$ 80 millones a los bancos acreedores, en el marco del plan de reestructuración de intereses pendientes.

Cuadro No. 4.52

BULGARIA: BONOS CON DESCUENTO

Bonos con descuento (FRN)	
Emisor	República de Bulgaria
Garante	Ninguno
Forma	Registrados.
Plaza	Luxemburgo (Euroclear/CEDEL)
Monto emitido	US\$ 1,850 millones
Denominación	US\$ 250,000 y US\$ 1,000 X
Moneda	Dólares americanos
Fecha de emisión	28 de julio de 1994
Fecha de vencimiento	28 de julio de 2024
Cupón	<i>Tranche "A": LIBOR a 6 meses + 0.8125%.</i> <i>Tranche "B": LIBOR a 6 meses + 1.3125%.</i> Pagos semestrales en fechas: 28 de enero y 28 de julio.
Garantía de pago de intereses	El pago de los intereses está parcialmente garantizado por garantías tipo AAA en dólares, en un monto suficiente para cubrir 12 meses de intereses a una tasa asumida de 7% anual. Pagos adicionales de intereses están comprometidos en función del volumen del PBI búlgaro ^{1/} .
Amortización	<i>Bullet</i>
Garantía de repago del principal	Bonos sin cupones del Tesoro de los Estados Unidos en monto suficiente para cubrir el pago del principal.
Opciones	<i>Callable</i> a la par en cualquier fecha de cupón, hasta el 28/ene./2024.
Tipo de calendario	Actual/360

1/ Ver sección 2.6 y 2.6.1, para más detalles sobre la cláusula de recuperación de valor.

Cuadro No. 4.53

BULGARIA: BONOS DE REDUCCIÓN DE INTERESES

Bonos de reducción de intereses (FLIRB) (FRN)	
Emisor	República de Bulgaria
Garante	Ninguno
Forma	Registrados y al portador.
Plaza	Luxemburgo (Euroclear/CEDEL)
Monto emitido	US\$ 1,660 millones. <i>Tranche "A":</i> US\$ 1,500 millones <i>Tranche "B":</i> US\$ 160 millones
Denominación	US\$ 250,000 y US\$ 1,000 X
Moneda	Dólares americanos
Fecha de emisión	28 de julio de 1994
Fecha de vencimiento	28 de julio de 2012
Cupón	<i>Tranche "A":</i> 2.00% hasta el 28/jul./1996, luego 2.25% hasta el 28/jul./1998, luego 2.50% hasta el 28/jul./1999, luego 2.75% hasta el 28/jul./2000, luego 3.00% hasta el 28/jul./2001, luego LIBOR a 6 meses + 0.8125% <i>Tranche "B":</i> El mismo esquema de tasas fijas anterior (<i>Tranche "A"</i>) más 0.50%. Pagos semestrales de cupón en fechas: 28 de enero y 28 de julio.
Garantía de pago de interés	Garantía rotativa de 12 meses para el pago de intereses. Este monto se mantendrá en efectivo o inversiones permitidas.
Amortización	Pagos semestrales iguales, comenzando después de 8 años de gracia.
Opciones	Bulgaria podrá redimir total o parcialmente estos documentos en cualquier fecha de cupón.
Tipo de calendario	30/360, para la parte fija; y Actual/360, para la parte flotante.

Cuadro No. 4.54

BULGARIA: BONOS DE INTERÉS CORRIDO

Bonos de interés corrido^{1/} (IAB) (FRN)	
Emisor	República de Bulgaria
Garante	Ninguno
Forma	Registrados y al portador.
Plaza	Luxemburgo (Euroclear/CEDEL)
Monto emitido	US\$ 1,610 millones
Denominación	US\$ 250,000 y US\$ 1,000 X
Moneda	Dólares americanos
Fecha de emisión	28 de julio de 1994
Fecha de vencimiento	28 de julio de 2011
Cupón	LIBOR a 6 meses + 0.8125%. Pagos semestrales de cupón en fechas: 28 de enero y 28 de julio.
Amortización	Veintiún pagos semestrales, comenzando el 28 de julio de 2001. Tasa sobre el principal: 28/jul./2001 - 1/ene./2004: 1% 28/jul./2004 - 28/jul./2006: 3% 28/ene./2007 -28/ene./2009: 6% 28/jul./2009 -final: 9.8%
Opciones	<i>Callable</i> a la par en cualquier fecha de cupón, hasta el 28/ene./2011.
Tipo de calendario	30/360

1/ *Interest Arrears Bond.*

4.12 Polonia

El acuerdo en principio entre Polonia y su grupo de bancos acreedores comerciales, se volvió un hecho el 11 de marzo de 1994, formalizando el inicio de un plan de reestructuración tipo Brady. El monto de deuda pendiente

ascendía a US\$ 13,000 millones, de los cuales alrededor de US\$ 3,800 millones correspondían a intereses atrasados (PDI). La hoja de términos fue presentada a los bancos el 23 de mayo de 1994.

Se debe tener en cuenta que la deuda pendiente de Polonia estaba vinculada a dos programas anteriores:

- a) Acuerdo de créditos de comercio de corto plazo (1983-84).
- b) Acuerdo de reestructuración de 1988.

La propuesta hecha a los bancos contenía las siguientes alternativas:

Respecto de la deuda del acuerdo de créditos de comercio (1983-84):

- Participar en una recompra del principal pendiente y sus intereses asociados, al precio de 38 centavos por dólar.
- Intercambiar principal por bonos RSTA⁴⁶ a 30 años. Estos bonos de tipo *step-up*, tienen un interés que aumenta de 2.75% hasta 5% progresivamente, a lo largo de la vida del documento. El principal estaría totalmente garantizado por bonos sin cupones del Tesoro de los Estados Unidos (ver Cuadro No. 4.55).

Respecto de la deuda del acuerdo de reestructuración de 1988:

- Participar en una recompra de deuda, de una porción de los US\$ 8,300 millones que componían el anterior acuerdo de reestructuración de 1988. Esta opción incluye los intereses vinculados con el monto mencionado. El precio sería de 41 centavos por dólar de deuda e intereses.
- Intercambiar principal por bonos a la par a 30 años, con garantía sobre el principal. Estos bonos son *step-up*, y su tasa de interés aumenta desde 2.75% hasta 5% a través de la vida del documento. Polonia no ofreció garantía rotativa sobre el pago de intereses (ver Cuadro No. 4.56).

46. *Revolving Short-Term Trade Agreement.*

- Intercambiar principal al 45% de su valor por bonos con descuento a 30 años. La tasa de los bonos sería LIBOR + 0.8125%, y contarían con garantía sobre el repago del principal (ver Cuadro No. 4.57).
- Intercambiar principal por DCB (bonos de conversión de deuda) a 25 años, con 20 años de gracia. Estos bonos, también de tipo *step-up*, cuentan con un interés que crece a partir de 4.5% hasta 7.5% (ver Cuadro No. 4.58). Como es propio de las operaciones DCB, los acreedores estarían obligados a participar con US\$ 35 de dinero nuevo por US\$ 100 considerados en la conversión de deuda. El dinero nuevo sería recibido por Polonia a cambio de NMB a 20 años, con 10 años de gracia y con tasa flotante LIBOR + 0.8125% (ver Cuadro No. 4.59).
- Los PDI, vinculados con la deuda de este acuerdo, podrían participar en la recompra o cambiarlos por bonos PDI a 20 años. Estos instrumentos tendrían un período de gracia de siete años y un cupón *step-up*, de 3.25% hasta 7% (ver Cuadro No. 4.60).

El acuerdo de reestructuración se hizo efectivo el 27 de octubre de 1994. El gobierno emitió US\$ 7,900 millones en bonos Brady.

Cuadro No. 4.55

POLONIA: BONOS RSTA

Bonos RSTA	
Emisor	República de Polonia
Garante	Ninguno
Forma	Registrados y al portador.
Plaza	Luxemburgo (Euroclear/CEDEL)
Monto emitido	US\$ 900 millones
Denominación	US\$ 1,000 y US\$ 1,000 X
Moneda	Dólares americanos

(continúa)

(continuación)

Fecha de emisión	27 de octubre de 1994
Fecha de vencimiento	27 de octubre de 2024
Cupón	Hasta el 27/oct./1996: 2.75%, luego hasta el 27/oct./1997: 3.25%, luego hasta el 27/oct./1998: 3.75%, luego hasta el 27/oct./2000: 4.00%, luego hasta el 27/oct./2001: 4.25%, luego hasta el 27/oct./2003: 4.50%, luego hasta el 27/oct./2014: 4.75%, luego hasta el 27/oct./2024: 5.00%. Pagos semestrales de cupón en fechas: 27 de abril y 27 de octubre.
Amortización	<i>Bullet</i>
Garantía de repago del principal	El repago del principal está totalmente garantizado por bonos sin cupones del Tesoro de los Estados Unidos.
Opciones	Polonia podrá redimir total o parcialmente estos bonos en cualquier fecha de cupón.
Tipo de calendario	30/360

Cuadro No. 4.56

POLONIA: BONOS A LA PAR

Bonos a la par	
Emisor	República de Polonia
Garante	Ninguno
Forma	Registrados.
Plaza	Luxemburgo (Euroclear/CEDEL)
Monto emitido	US\$ 930 millones
Denominación	US\$ 1,000 y US\$ 1,000 X

(continúa)

(continuación)

Moneda	Dólares americanos
Fecha de emisión	27 de octubre de 1994
Fecha de vencimiento	27 de octubre de 2024
Cupón	Hasta el 27/oct./1996: 2.75%, luego hasta el 27/oct./1999: 3.00%, luego hasta el 27/oct./2000: 3.50%, luego hasta el 27/oct./2003: 3.75%, luego hasta el 27/oct./2014: 4.00%, luego hasta el 27/oct./2024: 5.00%. Pagos semestrales de cupón en fechas: 27 de abril y 27 de octubre.
Amortización	<i>Bullet</i>
Garantía de repago del principal	El repago del principal está totalmente garantizado por bonos sin cupones del Tesoro de los Estados Unidos.
Opciones	Polonia podrá redimir total o parcialmente estos bonos, en cualquier fecha de cupón.
Tipo de calendario	30/360

Cuadro No. 4.57

POLONIA: BONOS CON DESCUENTO

Bonos con descuento (FRB)	
Emisor	República de Polonia
Garante	Ninguno
Forma	Registrados (norma 144a).
Plaza	Luxemburgo (Euroclear/CEDEL)
Monto emitido	US\$ 2,970 millones
Denominación	US\$ 1,000 y US\$ 1,000 X

(continúa)

(continuación)

Moneda	Dólares americanos
Fecha de emisión	27 de octubre de 1994
Fecha de vencimiento	27 de octubre de 2024
Cupón	LIBOR a 6 meses + 0.8125%. Pagos semestrales de cupón en fechas: 27 de abril y 27 de octubre.
Amortización	<i>Bullet</i>
Garantía de repago del principal	El repago del principal está totalmente garantizado por bonos sin cupones del Tesoro de los Estados Unidos.
Opciones	Polonia podrá redimir total o parcialmente estos bonos, en cualquier fecha de cupón.
Tipo de calendario	Actual/360

Cuadro No. 4.58

POLONIA: BONOS DE CONVERSIÓN DE DEUDA

Bonos de conversión de deuda (DCB)	
Emisor	República de Polonia
Garante	Ninguno
Forma	Registrados.
Plaza	Luxemburgo (Euroclear/CEDEL)
Monto emitido	US\$ 393 millones
Denominación	US\$ 1,000 y US\$ 1,000 X
Moneda	Dólares americanos
Fecha de emisión	27 de octubre de 1994
Fecha de vencimiento	27 de octubre de 2019

(continúa)

(continuación)

Cupón	Hasta el 27/oct./1996: 4.50%, luego hasta el 27/oct./1998: 5.00%, luego hasta el 27/oct./2003: 6.00%, luego hasta el 27/oct./2004: 7.00%, luego hasta el 27/oct./2019: 7.50%. Pagos semestrales de cupón en fechas: 27 de abril y 27 de octubre.
Amortización	Once pagos semestrales iguales, después de 20 años de gracia.
Opciones	Polonia podrá redimir total o parcialmente estos bonos, en cualquier fecha de cupón.
Tipo de calendario	30/360
Ataduras	Suscripción de NMB por un valor equivalente al 35% de la deuda intercambiada por DCB.

Cuadro No. 4.59

POLONIA: BONOS DE DINERO NUEVO

Bonos de dinero nuevo (NMB) (FRB)	
Emisor	República de Polonia
Garante	Ninguno
Forma	Registrados y al portador.
Plaza	Luxemburgo (Euroclear/CEDEL)
Monto emitido	US\$ 138 millones
Denominación	US\$ 1,000 y US\$ 1,000 X
Moneda	Dólares americanos
Fecha de emisión	27 de octubre de 1994
Fecha de vencimiento	27 de octubre de 2009

(continúa)

(continuación)

Cupón	LIBOR a 6 meses + 0.8125%. Pagos semestrales de cupón en fechas: 27 de abril y 27 de octubre.
Amortización	Once pagos semestrales iguales, después de 10 años de gracia.
Opciones	Polonia podrá redimir total o parcialmente estos bonos, en cualquier fecha de cupón.
Tipo de calendario	Actual/360

Cuadro No. 4.60**POLONIA: BONOS PDI**

Bonos PDI	
Emisor	República de Polonia
Garante	Ninguno
Forma	Registrados y al portador.
Plaza	Luxemburgo (Euroclear/CEDEL)
Monto emitido	US\$ 2,570 millones
Denominación	US\$ 1,000 y US\$ 1,000 X
Moneda	Dólares americanos
Fecha de emisión	27 de octubre de 1994
Fecha de vencimiento	27 de octubre de 2014
Cupón	Hasta el 27/oct./1995: 3.25%, luego hasta el 27/oct./1996: 3.75%, luego hasta el 27/oct./1998: 3.75%, luego hasta el 27/oct./1999: 5.00%, luego hasta el 27/oct./2002: 6.00%, luego hasta el 27/oct./2014: 7.00%. Pagos semestrales de cupón en fechas: 27 de abril y 27 de octubre.

(continúa)

(continuación)

Amortización	Veintisiete pagos según el siguiente cronograma, luego de siete años de gracia (porcentajes del principal): 27/abr./1995 - 27/oct./1995: 3.25% 27/abr./1996 - 27/oct./1996: 3.75% 27/abr./1997 - 27/oct./1998: 4% 27/abr./1999 - 27/oct./1999: 5% 27/abr./2000 - 27/oct./2002: 6% 27/abr./2003 - final: 7%
Opciones	Polonia podrá redimir total o parcialmente estos bonos, en cualquier fecha de cupón.
Tipo de calendario	30/360

4.13 Ecuador

Ecuador consiguió su acuerdo preliminar con la banca acreedora, el 2 de mayo de 1994. Esto dio inicio a la estructuración formal de un plan tipo Brady. La deuda bajo su acción ascendía aproximadamente a US\$ 7,369 millones, compuesta de US\$ 4,520 millones por concepto del principal y los restantes US\$ 2,849 en intereses corridos impagos (PDI). El menú de opciones, contenido en el plan de financiamiento, fue presentado a los bancos el 14 de junio de 1994, siendo las alternativas:

Respecto del principal:

- Intercambiar principal a su valor nominal por bonos a la par a 30 años. Estos bonos, de tipo *step-up* (tasa creciente, según cronograma), contarían con garantía sobre el pago del principal y 12 meses rotativos de intereses (ver Cuadro No. 4.61).
- Intercambiar principal por bonos con descuento, al 45% de su valor. Los bonos con descuento devengarían una tasa LIBOR + 0.8125% y tendrían el mismo tipo de garantías que los bonos a la par (ver Cuadro No. 4.62).

Cuadro No. 4.61

ECUADOR: BONOS A LA PAR

Bonos a la par (<i>step-up</i>)	
Emisor	República de Ecuador
Forma	Registrados (norma 144a).
Plaza	Luxemburgo
Monto emitido	US\$ 1,890 millones
Denominación	US\$ 250,000 y US\$ 1,000 X
Moneda	Dólares americanos
Fecha de emisión	28 de febrero de 1995
Fecha de vencimiento	28 de febrero de 2025
Cupón	Cupón semestral tipo <i>step-up</i> . Año 1: 3% Año 2: 3.25% Años 3-4: 3.50% Años 5-6: 4.00% Años 7-8: 4.50% Años 9-10: 4.75% Año 11-final: 5.00%
Garantía de pago de intereses	El pago de intereses está rotativamente garantizado por instrumentos denominados en dólares, en un monto suficiente para cubrir 12 meses de intereses, a una tasa asumida de 3.75% anual e incrementándose a una tasa de 5% al año.
Amortización	<i>Bullet</i>
Garantía de repago del principal	Bonos sin cupones del Tesoro de los Estados Unidos en monto suficiente para cubrir el pago del principal.
Tipo de calendario	30/360

Cuadro No. 4.62

ECUADOR: BONOS CON DESCUENTO

Bonos con descuento (step-up)	
Emisor	República de Ecuador
Garante	Ninguno
Forma	Registrados.
Plaza	Luxemburgo
Monto emitido	US\$ 1,435 millones
Denominación	US\$ 250,000 y US\$ 1,000 X
Moneda	Dólares americanos
Fecha de emisión	28 de febrero de 1995
Fecha de vencimiento	28 de febrero de 2025
Cupón	LIBOR a 6 meses + 0.8125%. Pagos semestrales.
Garantía sobre el pago de intereses	El pago de intereses está rotativamente garantizado por instrumentos denominados en dólares, en un monto suficiente para cubrir 12 meses de intereses, a una tasa asumida de 7% anual.
Amortización	<i>Bullet</i>
Garantía sobre el principal	Bonos sin cupones del Tesoro de los Estados Unidos en monto suficiente para cubrir el pago del principal.
Tipo de calendario	Actual/360

Respecto de los intereses pendientes (PDI):

- El gobierno de Ecuador aceptaba cumplir con el servicio de deuda y pagar hasta US\$ 5 millones mensuales por este concepto sobre la deuda elegible, retroactivamente al 1 de enero de 1994 hasta la fecha de cierre.

Para incluir en la contabilidad las diferencias en los pagos de intereses de la IED⁴⁷, el gobierno se comprometió a realizar tres pagos iguales de US\$ 25 millones cada uno, que serían compartidos por los bancos acreedores.

Adicionalmente, alrededor de US\$ 191 millones de bonos de nivelación de intereses (IE⁴⁸) serían emitidos en intercambio por un monto idéntico de deuda pasada (PDI) de IED. Los bonos IE pagarían una tasa LIBOR + 0.8125% (ver Cuadro No. 4.63).

Cuadro No. 4.63

ECUADOR: BONOS IE

Bonos IE (Interest Equalization) (Step-up)	
Emisor	República de Ecuador
Forma	Registrados y al portador.
Plaza	Luxemburgo
Monto emitido	US\$ 191 millones
Denominación	US\$ 250,000 y US\$ 1,000 X
Moneda	Dólares americanos
Fecha de emisión	21 de diciembre de 1994
Fecha de vencimiento	21 de diciembre de 2004
Cupón	LIBOR a 6 meses + 0.8125%.
Amortización	Veinte pagos semestrales (porcentajes del principal): Pagos 1 - 8: 2.50% Pagos 9 -14: 5.00% Pagos 15-20: 8.33%
Tipo de calendario	Actual/360

47. *Interest Equalization Debt.*48. *Interest Equalization Bonds.*

Respecto del interés elegible⁴⁹:

- El interés elegible, calculado en US\$ 2,400 millones, sería intercambiado por bonos **PDI** a 20 años. Estos bonos amortizan luego de un período de gracia de 10 años y pagan un cupón semestral de LIBOR a 6 meses más **0.8125%** (ver Cuadro No. 4.64).

Cuadro No. 4.64**ECUADOR: BONOS DE INTERÉS NO PAGADO**

Bonos de interés no pagado (PDI) (FRN) (Step-up)	
Emisor	República de Ecuador
Garante	Ninguno
Forma	Al portador
Monto emitido	US\$ 1,800 millones
Denominación	US\$ 250,000 y US\$ 1,000 X
Moneda	Dólares americanos
Fecha de emisión	28 de febrero de 1995
Fecha de vencimiento	28 de febrero de 2015
Cupón	LIBOR a 6 meses + 0.8125%. Pagos semestrales de cupón. El interés corrido en exceso de las tasas siguientes podrá ser capitalizado. Los montos no capitalizables son: Años 1-2: 3% Años 3-4: 3.25% Años 5-6: 3.75%

(continúa)

49. Constituido de interés corrido e impago de la deuda elegible desde el 31 de octubre de 1986 al 31 de diciembre de 1993, a una tasa LIBOR a 3 meses + 0.8125%. Además, se consideran los intereses desde el 1 de enero de 1994 hasta la fecha de cierre, a LIBOR a 3 meses del 14 de abril de 1994. Los intereses sobre intereses se calculan a una tasa LIBOR a un mes, comenzando el 31 de octubre de 1986.

(continuación)

Amortización	21 pagos semestrales, comenzando el 28 de febrero de 2005: Pagos 1 - 6: 2.50% Pagos 7 -12: 4.00% Pagos 13-21: 6.78%
Tipo de calendario	Actual/360

En el Cuadro No. 4.65 se presenta la distribución de las opciones de reestructuración de principal escogidas por los acreedores.

Cuadro No. 4.65

**SELECCIÓN DE OPCIONES
DE LOS ACREEDORES ECUATORIANOS**

Opción	Porcentaje del principal
Bonos a la par	42%
Bonos con descuento	58%

4.14 Panamá

En octubre de 1995, Panamá suscribió un acuerdo definitivo tipo Brady para la reestructuración de su deuda externa comercial. El monto de la deuda elegible ascendió a US\$ 3,500 millones, del cual US\$ 1,500 millones correspondieron a intereses atrasados (PDI).

El menú presentado a los acreedores incluyó las siguientes opciones:

- Intercambiar deuda principal por bonos a la par a 30 años, cuya tasa de interés (tipo *step-up*) se incrementa desde 3% hasta 5% gradualmente. La amortización se realizará en un solo pago al final del período de vida del instrumento.
- Intercambiar deuda principal por bonos con descuento a 30 años, con tasa LIBOR + 0.8125%. El descuento de estos bonos sobre el valor nominal de la deuda original es de 45%. La amortización de los bonos con descuento, al igual que los bonos a la par, es de tipo *bullet*.

- Intercambiar intereses atrasados por bonos PDI a 20 años, con 10 años de gracia y tasa LIBOR + 0.8125%. Estos bonos capitalizan el exceso de LIBOR a 6 meses + 13/16% sobre 4%, durante los primeros seis años de vida.

5. El caso peruano

5.1 Antecedentes

La historia de la deuda peruana incumplida con los bancos comerciales e incluida en el acuerdo Brady de 1997, se remonta al año 1983. Fue en este año cuando el gobierno tomó la decisión política de interrumpir los pagos de deuda externa con la banca comercial extranjera. Posteriormente, durante el mismo año, los acreedores acordaron con el Perú iniciar un proceso de renegociación de la deuda pendiente y le ofrecieron un crédito por US\$ 300 millones. No obstante, el gobierno peruano no cumplió el acuerdo y suspendió los pagos de la deuda en mayo del año 1984.

Este primer paso, dado durante la presidencia de Fernando Belaúnde, continuó vigente durante el período de Alan García. Paralelamente al inicio de su gobierno, en el año 1985, García estableció una limitación formal al monto de pago de la deuda, según la cual sólo podría alcanzar el 10% del valor de las exportaciones peruanas. A partir de entonces, se intensificó el conflicto entre la banca acreedora y el Perú.

Durante los años siguientes, el incremento del monto adeudado tuvo una serie de consecuencias sobre el desempeño económico peruano. Tal vez la más inmediata e importante fue el aumento del "riesgo país"; seguida de la pérdida de su buena imagen ante los mercados crediticios. Esta situación, aparentemente insostenible, se mantuvo hasta el final del gobierno de García y fue una de las preocupaciones centrales del programa económico del nuevo régimen.

El inicio del gobierno de Alberto Fujimori, en julio de 1990, se caracterizó por la intención de "reinsertar" al Perú en el sistema financiero internacional. Esto implicaba allanar el camino hacia nuevas relaciones con los organismos multilaterales (FMI, BM, Banco Interamericano de Desarrollo-BID), con el Club de París y con la banca privada internacional. Naturalmente, para conseguirlo era necesario reconocer los pagos atrasados con la banca acreedora

y negociar las nuevas condiciones de su servicio y repago. Cabe anotar que, entre 1989 y 1991, una serie de bancos americanos abrió juicios al Perú para mantener vigentes sus créditos, ya que de otro modo habría tenido que reconocer pérdida? por efecto de incobrabilidad⁵⁰.

El FMI participó activamente para encaminar al Perú en un plan Brady con la banca comercial. Durante los años 1992 y 1993, el gobierno peruano se mostró poco permeable a esta idea, aún cuando el Fondo envió una misión especial en 1993, para asesorar al equipo económico en negociaciones tipo Brady⁵¹.

En junio de 1993, el Ministro de Economía y Finanzas, Jorge Carnet, anunció (durante una reunión del BID en Hamburgo) que se utilizarían pagarés de deuda para realizar operaciones de privatización. Esta noticia motivó inmediatamente un alza en el precio de los pagarés de deuda: de 27% hasta 31%⁵².

En setiembre del mismo año, se llevó a cabo la primera reunión con la banca acreedora, en Nueva York. Se sostuvo la posición de utilizar los instrumentos de deuda para intercambio por privatización; frente a lo cual, el precio de los pagarés siguió subiendo hasta 45% de su valor nominal. En esta primera reunión se desestimó la utilización del Plan Brady. Durante los meses siguientes se inició una disputa entre los bancos Chemical y American Express, quienes presionaban al gobierno peruano para que reconociera su deuda por la adquisición -mediante *leasing*- de las naves Mantara y Pachitea en el año 1982.

La decisión de abordar el esquema final de reestructuración se hizo pública en diciembre de 1993, cuando el Ministro Carnet dio a conocer que el Perú propondría la solución tipo Brady a la banca acreedora a mediados del año 1994. Entre enero y febrero de 1994, la misión del FMI que visitó el Perú dejó un borrador para ser negociado con la banca extranjera. La presentación de dicho plan se aplazó porque durante estos meses se mantuvo la discusión de reconocimiento de deuda con los bancos Chemical y American Express. Este

50. La deuda peruana con el Citibank (85% de la deuda de mediano y largo plazo) entró en mora en octubre de 1984, mientras que el resto lo hizo entre 1986 y 1989.

51. Paralelamente se llevaban a cabo negociaciones que consolidarían el proceso de reinserción financiera con las instituciones multilaterales y el Club de París, concluido en marzo de 1993.

52. La evolución de las cotizaciones de la deuda peruana entre los años 1992 y 1993 se muestra en el Gráfico No. 2.1.

enfrentamiento motivó que los bancos acreedores no aceptaran levantar los juicios por los créditos pendientes, sino hasta el 14 de diciembre de 1994, haciéndose efectivo en esta fecha el *tolling agreement* pactado con los acreedores. Las negociaciones se reiniciaron en mayo de 1995.

Casi seis meses después, el 27 de octubre de 1995, el gobierno peruano y el Comité Asesor de Bancos llegaron a un preacuerdo sobre la reestructuración de la deuda peruana pendiente, en el marco de un plan tipo Brady. Hasta la culminación del acuerdo con la banca acreedora, el país debió pagar trimestralmente el equivalente al 0.5% del principal pendiente a los acreedores. Esta cifra corresponde a un total de US\$ 22. millones, monto que se pagó desde el último trimestre del año 1995. Desde entonces hasta la fecha de cierre, la cotización de los pagarés antiguos de deuda peruana experimentó una recuperación sostenida, con algunos retrocesos que acompañaron las dificultades encontradas en el proceso de negociación (ver Gráfico No. 5.1).

5.2 Deuda peruana refinanciada mediante el plan Brady

El monto y la composición de la deuda comercial incluida dentro del plan Brady peruano, no fueron de conocimiento público hasta que fue cerrada la operación de refinanciamiento, en marzo de 1997. La información brindada por el Ministerio de Economía y Finanzas indica que el volumen de deuda comercial original ascendía a US\$ 10,575 millones (ver Cuadro No. 5.1).

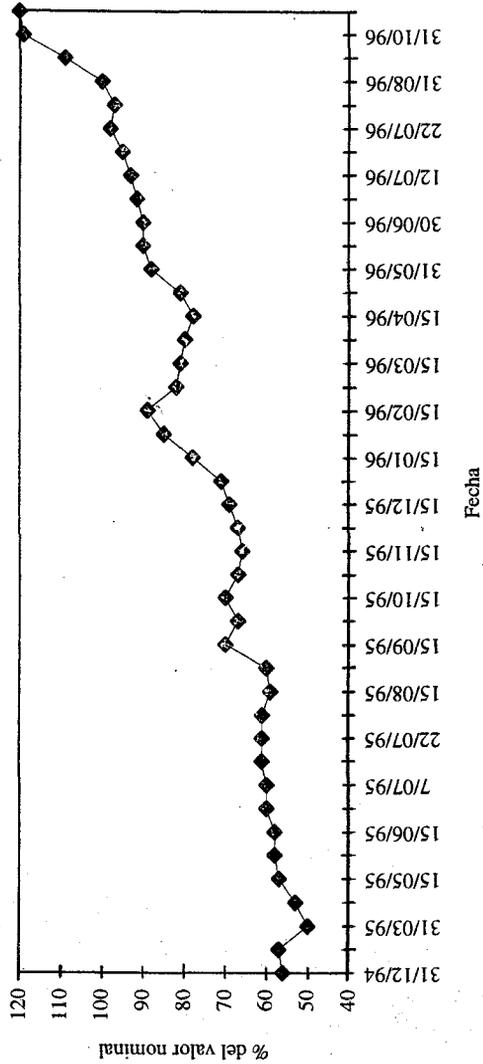
Cuadro No. 5.1

COMPOSICIÓN DE LA DEUDA PERUANA PENDIENTE CON LA BANCA COMERCIAL AL 7 DE MARZO DE 1997

Componente	Monto (US\$ millones)	Proporción
Principal	4,205	39.76%
Intereses	6,370	60.24%
Total	10,575	100.00%

Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas.

Gráfico No. 5.1
COTIZACIÓN DE LOS PAGARÉS DE DEUDA EXTERNA PERUANA:
1995-1996



Fuente: Diario Gestión.

Cabe precisar que el componente de intereses acumulados se deriva de tres fuentes: los intereses pactados en el contrato de crédito original, los intereses cargados sobre intereses no pagados y las moras y penalidades por incumplimiento. Asimismo, en el monto principal se incluyó: (a) deuda de mediano y largo plazo con la banca comercial; (b) deuda de corto plazo y capital de trabajo; y (c) deuda con proveedores. Estos componentes constituyen aproximadamente, el 71.6%, 14.8% y 13.6% del principal, respectivamente.

5.3 El menú de opciones propuesto por el Perú

El planteamiento del Perú incluyó las siguientes opciones para los bancos:

- Vender la deuda pendiente al Perú, en el marco de una "subasta holandesa"⁵³, a finales de setiembre de 1996.
- Intercambiar deuda principal por bonos Brady a la par a 30 años. Estos instrumentos devengarían una tasa de interés de 3% anual durante los primeros 15 años, 4% durante los siguientes 10 años y 5% por los últimos 5 años (ver Cuadro No. 5.2). Los bonos a la par del Perú contarían con garantía total de repago del principal y adicionalmente, una garantía rotativa de pago de intereses, por el equivalente a 6 meses de interés.

Cuadro No. 5.2

**PERÚ: TASA DE INTERÉS DE LOS BONOS BRADY
A LA PAR**

Años	Nominal anual (%)
1-15	3.00%
16-25	4.00%
26-30	5.00%

53. Ver sección 2.1.1.

Intercambiar deuda principal por bonos Brady con descuento a 30 años. El descuento sería de 45% sobre el monto del principal original. La tasa de interés anual de estos documentos sería LIBOR a 6 meses + 13/16%, durante todo su plazo de vida. La garantía cubriría plenamente el repago del principal, así como el flujo de intereses correspondiente a 6 meses (a una tasa asumida de 7% nominal anual).

Intercambiar deuda principal por FLIRB⁵⁴ a 20 años. Dentro de este período se considerarán 8 años de gracia, respecto de la amortización del bono. La tasa de interés inicial del instrumento sería de 3.25% durante los primeros dos años, ratio que se incrementaría progresivamente hasta LIBOR + 13/16% por los últimos 10 años, según un cronograma pre-establecido, detallado en el Cuadro No. 5.3. Estos bonos no cuentan con garantías de pago de principal, pero sí con garantía rotativa de pago de intereses (por el equivalente a 6 meses) hasta el décimo año.

Cuadro No. 5.3

PERÚ: PERFIL DE PAGOS DE LOS FLIRB

Tasa de interés		Amortización	
Años	% nominal anual	Pagos	Tasa
1-2	3.25%	1-4	1.00%
3-4	3.75%	5-9	2.00%
5-6	4.00%	10-12	3.00%
7-8	4.50%	13-15	4.00%
9-10	5.00%	16-19	5.00%
11-20	LIBOR(*) + 13/16%	20-21	6.00%
		22-23	7.50%
		24-25	9.00%

(*) A seis meses.

54. Ver sección 3.3.

Intercambiar intereses vencidos y no pagados (PDI) por bonos PDI a 20 años, con 5 años de gracia, sin garantías adicionales y bajo las condiciones de amortización e intereses presentadas en el Cuadro No. 5.4.

Cuadro No. 5.4

PERÚ: PERFIL DE PAGOS DE LOS BONOS PDI

Tasa de interés		Amortización	
Años	% nominal anual	Pagos	Tasa
1-2	4.00%	1-2	1.00%
3-6	4.50%	3-4	2.00%
7-10	5.00%	5-18	3.00%
11-20	LIBOR(*) + 13/16%	19-31	4.00%

(*) A seis meses.

5.4 La operación de refinanciamiento

El acuerdo definitivo entre el Perú y el Comité Asesor de Bancos se firmó el 8 de noviembre de 1996. Después de una serie de postergaciones, el cierre del plan Brady peruano se llevó a cabo en Nueva York, el viernes 7 de marzo de 1997.

Los 109 bancos acreedores (180 considerando sus filiales) encabezados por el Citibank, tuvieron la oportunidad de elegir entre las opciones de refinanciación propuestas por el Perú. Las preferencias mostradas por los acreedores se muestran en el Cuadro No. 5.5.

El Perú tuvo que desembolsar US\$ 1,370 millones para cubrir los costos de la ejecución del plan Brady. Dicha cifra se obtiene al sumar los cuatro gastos principales vinculados a la operación (ver Cuadro No. 5.6).

Cuadro No. 5.5

SELECCIÓN DE ALTERNATIVAS DEL MENÚ BRADY PERUANO

(Porcentaje del principal)^{1/}

Opción	Monto (US\$ millones) ^{1/}	Porcentaje
Recompra	1,266.6	30.12%
Bonos a la par	182.7	4.34%
Bonos con descuento	1,040.8	24.75%
Bonos de reducción de intereses	1,715.4	40.79%
Total	4,205.5	100.00%

- 1/ Porcentaje correspondiente al principal recomprado o refinanciado mediante la emisión de bonos.
- 2/ Los intereses atrasados (PDI) se canjearon por bonos PDI, por un monto igual a US\$ 2,402 millones.

Cuadro No. 5.6

PERÚ: DESEMBOLSOS EFECTUADOS AL CIERRE DEL PLAN BRADY

Concepto	Monto (US\$ millones)	Porcentaje
Recompra de deuda ^{1/}	950	69.24%
Adquisición de colaterales ^{2/}	180	13.12%
Pago de "buena voluntad"	225	16.40%
Intereses (pre-acordados)	14	1.02%
Otros costos	3	0.22%
Total	1,372	100.00%

- 1/ Mediante esta operación se compró US\$ 1,266.6 millones de principal, más intereses por US\$ 1,241 millones.
- 2/ De este total, US\$ 131 millones se destinaron a la adquisición de los bonos del Tesoro de Estados Unidos para garantizar el principal de los bonos a la par y con descuento. Los US\$ 49 millones restantes corresponden a la garantía de los intereses (de modo rotativo).

El monto indicado fue parcialmente financiado mediante líneas de crédito con organismos multilaterales (FMI, BM, BID) y el EXIMBANK de Japón. La aportación efectiva del Estado peruano se redujo a US\$ 584 millones (ver Cuadro No. 5.7).

Cuadro No. 5.7

**ORIGEN DE LOS FONDOS DESTINADOS AL CIERRE DEL PLAN
BRADY PERUANO**

Fuente	Monto (US\$ millones)	Porcentaje
Banco Mundial	233	16.98%
BID	233	16.98%
Fondo Monetario Internacional	222	16.18%
EXIMBANK de Japón	100	7.29%
Recursos propios	584	42.57%
Total	1,372	100.00%

Como resultado de la operación de refinanciación, el Perú consiguió los objetivos que se había planteado: allanar el camino para normalizar su situación de sujeto de crédito de la banca comercial internacional y reducir el monto total de la deuda pendiente.

No obstante, existe desacuerdo entre los analistas sobre la magnitud real de la reducción obtenida sobre la deuda antigua. Debe considerarse que existen dos fuentes de reducción de deuda: por una parte, el descuento explícito de algunas emisiones (45%, en el caso de los bonos con descuento peruanos). Y por la otra, el descuento implícito que se deriva de la rentabilidad y la estructura de los flujos de repago de cada bono en particular, incluso si se coloca a la par. Como ejemplo, aquellos instrumentos que ofrecen una tasa de cupón reducida (especialmente si es durante los primeros años) generarán menor costo financiero para el emisor. En la medida en que este último sea menor que el correspondiente costo de los créditos **antiguos** canjeados por los bonos, entonces el emisor estará ganando recursos netos con la operación de intercambio.

Las fuentes oficiales han reportado un descuento de 50.6% sobre el total de deuda antigua. En contraste, otros cálculos que evalúan los flujos de efectivo que el Perú se ha comprometido a pagar, tienden a mostrar que el descuento fue considerablemente menor: entre 30% y 40% del monto original.

6. Inversiones en bonos Brady

A lo largo de las secciones anteriores se han presentado los fundamentos de operación del plan Brady, la historia de las negociaciones llevadas a cabo y las características de los documentos emitidos. No se ha tratado, sin embargo, en qué condiciones se encuentra y qué tan atractivo es el mercado de estos instrumentos. En la presente sección se abordará este tema y se introducirá al lector en la metodología de cálculo de rentabilidades de los bonos Brady, haciendo notar las diferencias frente a otros tipos de bonos más simples.

6.1 El mercado de bonos Brady

La acelerada emisión de bonos Brady, desde inicios de la década de 1990, ha formado un mercado muy rico con estos instrumentos. El valor actual de los bonos en circulación alcanza los US\$ 150,000 millones, mientras que su valor nominal supera los US\$ 160,000 millones. En este marco, resulta interesante observar la participación relativa de cada forma de bono. En el Gráfico No. 6.1 se puede verificar la presencia mayoritaria de los dos tipos **básicos** (a la par y con descuento) en el componente del principal y de los bonos PDI (porción de intereses atrasados).

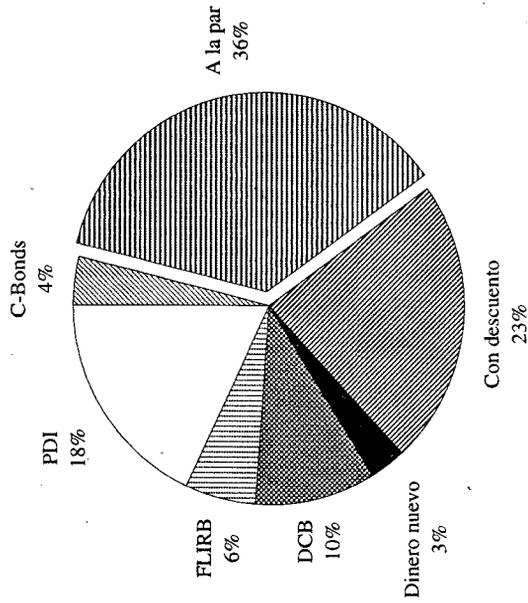
6.2 Valoración y cálculo de rentabilidades

Los inversionistas se concentran en la **rentabilidad** que ofrecen los instrumentos Brady, más que en el **volumen** del mercado. La rentabilidad de los bonos Brady generalmente se debe calcular de un modo distinto al caso de los bonos comunes, ya que la diferencia radica en la inclusión de garantías financieras como añadidos en **muchos** de estos bonos. La existencia de garantías emitidas por países desarrollados (casi universalmente bonos sin cupones del Tesoro norteamericano⁵⁵) reduce el riesgo de incumplimiento de pago. De este modo,

55. Las emisiones en otras monedas diferentes al dólar americano se garantizan con instrumentos sin cupones, emitidos en la moneda correspondiente.

Gráfico No. 6.1

VOLUMEN RELATIVO DE EMISIÓN DE BONOS BRADY POR CATEGORÍAS



parte del riesgo se **transfiere** al país emisor de los títulos de garantía. Los documentos añadidos a los bonos Brady como garantía no son separables del instrumento mismo, no pueden ser vendidos ni aislados del bono. Específicamente, los tenedores del instrumento tampoco pueden disponer del colateral principal antes de la fecha de madurez bajo ninguna circunstancia, incluyendo la deficiencia de pago⁵⁶.

El rendimiento efectivo de los bonos garantizados será el que resulte de añadir el efecto de mejora que ofrecen las garantías sobre el rendimiento "típico" del bono. En otras palabras, lo que el inversionista busca evaluar es el flujo del bono al aislar de éste la influencia de las garantías adicionales, si es que existen. Por tal motivo, para efectuar el cálculo de la rentabilidad, se requiere conocer tanto la cotización actual de los instrumentos en el mercado como los flujos futuros de ingresos esperados y, en el caso de bonos garantizados, el esquema de "colateralización".

6.2.1 El caso básico: bonos sin garantías

Entre los bonos Brady no garantizados se encuentran los bonos de dinero nuevo (NMB) y los de intereses atrasados (IDU o PDI). La emisión de bonos capitalizables realizada por Brasil, en 1994, tampoco incluye garantías. El cálculo de la rentabilidad de estos instrumentos constituye un caso particular del método clásico, aunque se debe considerar el incremento periódico del principal. A continuación se consignan los datos relevantes de este problema (ver Cuadro No. 6.1), que se utilizará a modo de ilustración del método básico.

Cuadro No. 6.1

ESQUEMA DE PAGOS DE LOS BONOS DE CAPITALIZACIÓN DE BRASIL

Período	Pago en efectivo	Capitalización
Años 1-2	4.00%	4.00%
Años 3-4	4.50%	3.50%
Años 5-6	5.00%	3.00%
Años 7-20	8.00%	0.00%

56. Por otro lado, el emisor del bono no está facultado para reclamar ni alterar en modo alguno las garantías, salvo retiro o recojo (*calling*) de los bonos.

La amortización se efectuará en 21 pagos iguales, a partir del 15 de abril de 2004.

Se calculará la rentabilidad esperada del bono el día de su emisión, tomando el valor nominal como su precio inicial de mercado. Recordando que los datos de la tasa de interés citados en el Cuadro No. 6.1 se encuentran en valores anuales nominales, se puede construir un flujo esperado del bono de capitalización. Nótese que la amortización (en 21 partes iguales) se determina respecto del monto final, capitalizado, del bono (123.14) y el interés, sobre el valor capitalizado hasta el período anterior. El Cuadro No. 6.2 muestra una parte representativa del flujo mencionado.

Cuadro No. 6.2

FLUJO SIMULADO DE PAGOS DE UN C-BOND BRASILEÑO

Fecha	Efectivo (%)	Capitalización (%)	Valor capitalizado	Interés	Amortización	Flujo total
			100.00		-	-100
15-oct.-1994	2.00%	2.00%	102.00	2.00	-	2.000
15-abr.-1995	2.00%	2.00%	104.40	2.04	-	2.040
15-oct.-1995	2.00%	2.00%	106.12	2.08	-	2.081
15-abr.-1996	2.00%	2.00%	108.24	2.12	-	2.122
15-oct.-1996	2.25%	1.75%	110.14	2.44	-	2.435
15-abr.-1997	2.25%	1.75%	112.06	2.48	-	2.478
15-oct.-1997	2.25%	1.75%	114.03	2.52	-	2.521
15-abr.-1998	2.25%	1.75%	116.02	2.57	-	2.566
15-oct.-1998	2.50%	1.50%	117.76	2.90	-	2.901
15-abr.-1999	2.50%	1.50%	119.53	2.94	-	2.944
15-oct.-1999	2.50%	1.50%	121.32	2.99	-	2.988
15-abr.-2000	2.50%	1.50%	123.14	3.03	-	3.033
15-oct.-2000	4.00%	0.00%	123.14	4.93	-	4.926
15-abr.-2001	4.00%	0.00%	123.14	4.93	-	4.926
15-oct.-2001	4.00%	0.00%	123.14	4.93	-	4.926
...
15-oct.-2012	4.00%	0.00%	123.14	4.93	5.86	10.789
15-abr.-2013	4.00%	0.00%	123.14	4.93	5.86	10.789
15-oct.-2013	4.00%	0.00%	123.14	4.93	5.86	10.789
15-abr.-2014	4.00%	0.00%	123.14	4.93	5.86	10.789

Una vez que se conoce el flujo de efectivo, bastará encontrar la tasa interna de retorno de los totales (última columna). El rendimiento esperado (4.60% semestral) corresponde a 9.21% nominal anual (expresado en términos de interés simple, al estilo norteamericano).

El procedimiento presentado se puede aplicar, de modo semejante, para evaluar la rentabilidad en cualquier fecha posterior, modificando el precio (flujo inicial) en función del valor corriente del mercado y los intereses corridos, todo lo demás permanece constante⁵⁷. La cotización de los documentos Brady se consigna en publicaciones especializadas y está a disposición de las agencias de valores. En el Cuadro No. 6.3 se puede ver un ejemplo de los rendimientos de algunos bonos Brady, a seis semanas del cierre de la operación peruana.

Cuadro No. 6.3

RENDIMIENTO ANUALIZADO DE LOS BONOS BRADY¹⁾

País emisor	Tipo de bono	Rendimiento
Argentina	Par	9.91%
	Descuento	10.20%
	FRB	10.22%
Brasil	Par	9.91%
	Descuento	10.37%
	NMB 1994	11.10%
	NMB 1988	8.18%
	DCB	11.51%
	<i>Exit</i>	11.34%
	IDU	8.69%
	EI	10.32%
	<i>C-Bond</i>	11.89%
	FLIRB	11.51%

(continúa)

57. Por ejemplo, considerando un escenario más realista, si nos ubicamos en abril de 1996, asumiendo un precio de mercado de US\$ 58, la rentabilidad nominal anual de estos bonos de capitalización sería 17.22%.

(continuación)

Bulgaria	Descuento	13.08%
	IAB	15.52%
	FLIRB	15.79%
Ecuador	Par	11.34%
	Descuento	10.72%
	PDI	14.46%
	IEB	11.73%
Filipinas	Par	7.94%
	NMB	8.19%
	FLIRB (B)	8.68%
	DCB (B)	8.65%
México	Par	9.42%
	Descuento (B)	9.49%
Nigeria	Par	10.56%
Panamá	FRN	8.78%
	PDI	10.13%
	IRB	9.91%
Perú	PDI	11.41%
	FLIRB	11.46%
Polonia	Par	8.14%
	Descuento	8.42%
	PDI	8.64%
	RSTA	8.22%
Venezuela	Par (A)	10.21%
	Descuento (A)	10.45%
	FLIRB	11.54%
	DCB	11.51%

1/ Rendimientos el día 22 de abril de 1997.

6.2.2 Incorporación de garantías

Cabe recordar que los bonos Brady pueden contar con dos tipos de colateral: para el repago del principal o para el pago de intereses. Este último se

implementa mediante un fondo rotativo de garantía, que cubre cierto número de cupones en caso de incumplimiento.

Desde el punto de vista técnico, cualquier bono Brady garantizado se puede analizar como un conjunto de activos financieros. Es decir, el flujo total de efectivo generado corresponde a la suma de los flujos derivados de los componentes. En particular, es factible aislar el flujo vinculado a la deuda **soberana** de aquellos relacionados a las garantías adicionales, ya sea de principal o intereses. En consecuencia, el valor del riesgo soberano de un bono Brady se obtiene por la diferencia entre su valor de mercado y el valor descontado del colateral. En este marco, el rendimiento descompuesto del bono (*stripped yield*) se define como la tasa de descuento que equipara el valor del riesgo soberano con el valor neto de los flujos soberanos. Es decir, los elaborados sin considerar el flujo generado por los componentes de colateral. Esta modalidad se aplica ampliamente en la evaluación de instrumentos híbridos, y su utilidad reside en que permite comparar los rendimientos separados de cada componente.

El uso generalizado de la separación de flujos ha motivado la adopción de un método "estándar" para la evaluación de rendimientos. Dicha metodología se hace particularmente necesaria, ya que la existencia de más de dos tipos de garantías dificulta la separación del componente soberano. A continuación se revisarán los lineamientos del método mencionado.

El valor actual de la garantía para el repago del principal se determina descontando el principal mediante la tasa de rendimiento de los bonos usados como colateral, cuya fecha de vencimiento se aproxime lo más posible a la fecha de madurez del instrumento Brady. Debe recordarse que el período de capitalización de los bonos es semestral, ya que las tasas de interés frecuentemente se presentan en términos nominales anuales.

$$\text{Valor presente} = \frac{\text{Principal garantizado}}{\left(1 + \frac{\text{Rendimiento anual}}{2}\right)^{\text{Número de años hasta la madurez}}}$$

Las garantías rotativas para el pago de intereses ofrecen cierta dificultad adicional para el análisis. Conservadoramente, se puede asumir que el uso de

este fondo rotativo se hará efectivo para el pago de los cupones más inmediatos. De este modo, el flujo soberano del bono resultará el menor posible.

En el caso de los bonos con tasa de interés fija, el valor actual de la garantía rotativa se encuentra descontando el flujo de los cupones cubiertos mediante las tasa de interés de los documentos del Tesoro para los plazos correspondientes. Por ejemplo, la garantía rotativa para los bonos a la par de México, emitidos en marzo de 1990, cubre tres pagos de cupón. El valor actual de esta garantía se hallaría descontando el primer cupón (3.125%) a la tasa de documentos del Tesoro a seis meses; el segundo cupón (3.125%), con la tasa respectiva a un año; y el tercero (3.125%), con la tasa a 18 meses.

Para los bonos que pagan tasas de interés flotantes, la valoración del componente de garantía rotativa se lleva a cabo sobre la base de un *swap* de tasa de interés flotante-fija. Mediante el *swap* se encuentra el equivalente de las tasas flotantes en términos fijos, de modo que se pueda aplicar la metodología descrita en el párrafo anterior. La tasa fija aplicable puede definirse de muchos modos. Una aproximación, propuesta por el CS First Boston, es igualar la tasa fija a la suma de tres componentes: el rendimiento promedio de los bonos del Tesoro correspondientes al horizonte de maduración de los bonos Brady, el *spread* inherente al *swap* y, si existe, el margen adicional sobre LIBOR pagado por el documento Brady. El *spread* propio del *swap* se estima en función de la liquidez del mercado de *swaps* y el riesgo implícito en su operación. En particular, el CS First Boston ha utilizado 10 puntos base como margen aproximado para operaciones a 10 años o más.

7. Comentarios finales

La presentación formal del Plan Brady, en 1989, desencadenó un quiebre en el *statu quo* del sistema financiero internacional. La propuesta de Nicholas Brady no sólo trajo consigo una estrategia integrada para solucionar el problema de la deuda externa impaga, formalizó además una concesión que hasta entonces constituía un tabú para el mercado: la reducción de deuda pendiente. Este hecho explica, en parte, por qué el nacimiento del Plan Brady fue objeto de opiniones encontradas. La reprobación, el pesimismo y hasta el temor de algunos críticos se sustentó en razones justificadas: dar validez al plan significaba negar explícitamente algunos de los principios más valiosos del

mercado internacional de créditos, tales como: la confianza en el cumplimiento de los compromisos adquiridos y el valor de las garantías soberanas.

Aún después de 8 años y 15 países en los que se ha aplicado exitosamente planes tipo Brady, la discusión subsiste: ¿es realmente beneficioso para las economías nacionales y el mercado global? Aunque es generalmente aceptado que los "países Brady" consiguieron aligerar la carga de sus economías en el corto plazo y que los acreedores se beneficiaron con el canje de instrumentos de considerable liquidez, todavía no hay acuerdo sobre la extensión de las virtudes del plan Brady en el largo plazo. Sin duda alguna, esta incertidumbre se vincula a la dualidad de efectos que se derivan del refinanciamiento de deuda acumulada. Por una parte, se generan nuevos cronogramas de pago, usualmente con descuento sobre la deuda original; pero en los que la escasez de divisas puede transformarse en una restricción importante. Y por la otra, se produce una variación en el llamado "riesgo país" como respuesta a la reincorporación al sistema financiero comercial y a la disposición del país para cumplir con los nuevos esquemas de pago acordados. El impacto final sobre la economía y el mercado está, de este modo, en correspondencia con la política del país deudor y su determinación a reasignar una prioridad adecuada al cumplimiento de sus obligaciones comerciales internacionales.

Es evidente que el plan Brady no ha sido, ni es ahora, la única solución viable al dilema de la deuda externa comercial acumulada. Una de sus virtudes fue, sin embargo, decisiva: ofrecer una alternativa inmediata para que los acreedores "escaparan" a la atadura crediticia, negociando los bonos Brady en el mercado secundario. Y como resultado del "experimento Brady" de 1989, este mercado de deuda valorado en más de 150 billones de dólares se ha convertido en el más importante de América Latina. Surgen entonces dos preguntas: ¿conservará en el futuro este lugar destacado?, ¿mantendrá su importancia para los inversionistas? La evidencia parece indicar que las respuestas son: no y sí, respectivamente.

El plan Brady como fue concebido y para quiénes fue ideado, aparentemente ha llegado a una fase de estancamiento. De ser así, México y Perú serían recordados como el primero y el último país en emitir bonos Brady; y el volumen del mercado seguiría su trayectoria inercial hasta desaparecer por completo, durante la tercera década del siglo XXI. Mientras tanto, sin embargo, seguirá siendo una fuente de instrumentos de atractiva liquidez y seguridad para los inversionistas privados e institucionales.

A partir de este momento, los países emisores han puesto su mirada sobre el mercado de bonos Brady que ellos mismos formaran, con la intención de reemplazar los bonos emitidos con colateral por otros instrumentos no garantizados, que han sido bautizados como *back Bradies*. De este modo, se preve que los deudores persigan la revalorización de las garantías soberanas como argumento de acceso al crédito internacional y así, se cierre el círculo abierto en la década de 1980.

Nos encontramos frente a un mercado en transformación. El resultado de un experimento exitoso, que con seguridad continuará siendo el objeto de atención de inversionistas y estudiosos durante los años venideros.

Bibliografía

- Aspiazu P., Juan, "Conversión de deuda externa: la experiencia peruana", en *Revista Finanzas Públicas*, No. 12, Lima: Facultad de Economía, Programa de Post-Grado, Universidad de Lima, setiembre, 1993, pp. 117-121.
- Avance Económico, "'Plan Brady', ahora o nunca", en *Avance Económico*, No. 180, Lima: Instituto Latinoamericano de Desarrollo Empresarial (ILADE), julio 1995, p. 19.
- Avance Económico, "Se viene el 'Plan Brady'", en *Avance Económico*, No. 174, Lima: ILADE, enero 1995, p. 20.
- Bacha, Edmar L., *The Brady Plan and Beyond: New Debt Management Options for Latin America*, Río de Janeiro: PUC, 1991.
- Banco de México, "El plan Brady a doce meses de su lanzamiento", en *Boletín CEMLA*, vol. 36, No. 3, México: Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA), mayo-junio 1990, pp. 118-122.
- Barrientos A., Carlos, "Plan Brady: ¿solución a la deuda externa?", en *Vanguardia Económica*, No. 1, Lima: UNIDUAL S.A., marzo 1995, pp. 18-20.
- Batarce M., Jaime A., "El efecto del plan Brady en la banca comercial", en *Paradigmas en Administración*, No. 17, Santiago de Chile: Universidad de Chile, Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas, segundo semestre de 1990, pp. 67-94.

- Bergel, Salvador Darío, "Los créditos a interés variable: su incidencia en la deuda externa latinoamericana", en *Revista del Derecho Industrial*, vol. 14, No. 42, Argentina: setiembre-diciembre 1992, pp. 773-787.
- Cáceres, Luis René, "Ahorro, inversión, deuda externa y catástrofe", en *El Trimestre Económico*, vol. LII(3), No. 207, México: F.C.E., julio-septiembre 1985, pp. 683-705.
- Campodónico, Humberto, "¿Por qué ahora no hay plan Brady?," en *Quehacer*, No. 86, Lima: Centro de Estudios y Promoción del Desarrollo (DESCO), noviembre 1993, pp. 24-27.
- Carsten E., Thomas y Gabriela Gándara, "El plan Brady y la negociación de la deuda mexicana", en *Comercio Exterior*, vol. 40, No. 4, México: Banco Nacional de Comercio Exterior, abril 1990, pp. 303-308.
- Comisión Económica para América Latina y el Caribe, *Evolución del problema de la deuda externa en América Latina y el Caribe*, Serie Estudios e Informes de la CEPAL No. 72, Santiago de Chile: CEPAL, 1988.
- Charpentier, Silvia y Alvaro Quijandría, *Una estrategia para la negociación de la deuda externa peruana*, Documento de trabajo 22, Lima: Grupo de Análisis para el Desarrollo (GRADE), 1995.
- Dancourt, Oscar, "Papeles de la deuda y privatización: ¿reinserción o negociado?", en *Actualidad Económica*, No. 150, Lima: Centro de Asesoría Laboral (CEDAL), diciembre 1993, pp. 4-5.
- Devlin, Robert y Nora Lustig, "El plan Brady, un año después", en *Comercio Exterior*, vol. 40, No. 4, México: Banco Nacional de Comercio Exterior, abril 1990, pp. 295-302.
- Dornbusch, Rudiger *et al.*, *Soluciones a los problemas de la deuda de los países en desarrollo*, México: 1990.
- / Equipo de Redacción, "La deuda latinoamericana es reducible a niveles que se pueden pagar", entrevista a Silvia Charpentier, en *Entorno Económico*, No. 50, Lima: Facultad de Economía, Centro de Investigaciones Económicas y Sociales, Universidad de Lima (CIESUL), abril 1994, pp. 27-29.

- Informativo Caballero Bustamante, "El plan Brady", en *Informativo Caballero Bustamante*, No. 338, Lima: Ira. quincena, noviembre 1995, p. B1.
- Inteligencia Empresarial, "¿Plan Brady a tiro de piedra?", en *Inteligencia Empresarial*, No. 5, Lima: MAXIMIXE, marzo-abril 1994, pp. 13-14.
- Islam, Shafiqul, "Una forma de avanzar más allá del Plan Brady", en *Boletín CEMLA*, vol. 36, No. 2, México: CEMLA, marzo-abril 1990, pp. 83-91.
- Limo, Ricardo, "Negociaciones con la banca comercial", en *Entorno Económico*, No. 50, Lima: Facultad de Economía, CIESUL, abril 1994, pp. 23-26.
- Maia, José Luis, "Valuación de algunas opciones del ingreso argentino al plan Brady", en *Monetaria*, vol. 15, No. 2, México: CEMLA, abril-junio 1992, pp. 151-170.
- Mindreau, Manuel, "Reducción de la deuda comercial: la negociación Brady", en *Semana Económica*, Año 9, No. 402, Lima: Apoyo S.A., 29 de noviembre, 1993, pp. 45-46.
- Mukherjee, Mohua, *How does Brady-Type Commercial Debt Restructuring Work?*, Policy Research Working Papers (WPS 817), Washington D.C.: The World Bank, diciembre 1991.
- Perú Económico, "En plena ebullición. El mercado de bonos Brady", en *Perú Económico*, No. 1, Lima: Apoyo S.A., enero 1994, pp. 14-17.
- Ramos L., Marión, "El problema de la deuda externa", entrevista a Oscar Ugarteche G., en *Punto de Equilibrio*, Lima: CIUP, diciembre 1993, pp. 24-29.
- Runciman S., Guillermo, "¿Plan Brady para el Perú?", en *Punto de Equilibrio*, Lima: CIUP, abril 1995, pp. 8-10.
- Runciman S., Guillermo, "¿Le conviene al Perú reestructurar su deuda en el marco del plan Brady?", en *Punto de Equilibrio*, Lima: CIUP, octubre 1994, pp. 11-12.

- Runciman S., Guillermo, "Plan Brady: ¿Una forma de recompra de la deuda externa?", en *Avance Económico*, No. 169, Lima: ILADE, agosto 1994, p. 7.
- Semana Económica, "Perú y el plan Brady", en *Semana Económica*, No. 387, Lima: Apoyo S.A., 15 de agosto, 1993, p. 17.
- Semana Económica, "Bienvenido Mister Brady", en *Semana Económica*, No. 452, Lima: Apoyo S.A., 11 de diciembre, 1994, pp. 3-4.
- Silva, Fernando y Oscar Olivares, "Deuda con la Banca Internacional: ¿ley de canje vs. plan Brady?", en *Entorno Económico*, No. 50, Lima: Facultad de Economía, CIESUL, abril 1994, pp. 30-33.
- Silva, Fernando y Oscar Olivares, "Papeles de deuda y privatización: errores y horrores", en *Actualidad Económica*, No. 150, Lima: CEDAL, diciembre 1993, pp. 8-10.
- Tamamés, Ramón y Santiago Gallego, *Diccionario de economía y finanzas*, Madrid: Alianza Editorial, 1994.
- Triveri, Edgar, "Hacia el Brady", en *Semana Económica*, No. 472, Lima: Apoyo S.A., 14 de mayo, 1995, p. 10.
- Triveri, Edgar, "Cómo funciona el Plan Brady", en *Semana Económica*, No. 444, Lima: Apoyo S.A., 16 de octubre, 1994, p. 6.
- Ugarteche G., Oscar, "Los papeles de la deuda en el mercado secundario: crónica de una muerte anunciada", en *Actualidad Económica*, No. 154, Lima: CEDAL, mayo 1994, pp. 8-9.
- Ugarteche G., Oscar, "CDP: entre la realidad y las ideas", en *Avance Económico*, Año 14, No. 165, Lima: ILADE, abril 1994, p. 5.
- Ugarteche G., Oscar, "La deuda con la banca comercial: el gran asalto", en *Actualidad Económica*, No. 150, Lima: CEDAL, diciembre 1993, pp. 6-8.
- Zavala, Fernando, "Dinero hay, falta decisión política para acceder a un plan Brady", entrevista a Ehsun Khan, en *Semana Económica*, No. 418, Lima: Apoyo S.A., 10 de abril, 1994, p. 14.

Anexos

Anexo No. 1

EL FUNCIONAMIENTO DE LOS BONOS SIN CUPONES COMO GARANTÍA

Los llamados "bonos cupón cero" (*zero coupon bonds*) son una categoría particular de bonos, que no generan amortizaciones parciales ni pagos periódicos de intereses. El total del valor capitalizado del instrumento se paga al final de su período de maduración (*maturity time*).

Tómese por ejemplo un bono sin cupón con una tasa efectiva anual de 8%, con un horizonte de vida de 20 años. Si el valor del bono es hoy día 100 unidades monetarias, entonces dentro de 20 años se esperará un repago de:

$$100-(1.08)^{20}$$

lo que equivale a poco más de 466.09 unidades monetarias.

La Tabla No. 1 presenta otros escenarios, considerando un valor presente de 100 unidades monetarias.

Tabla No. 1

RENDIMIENTO COMPUESTO DE BONOS CUPÓN CERO BAJO DIVERSOS ESCENARIOS

VALOR FUTURO	Tasa de interés anual		
	5%	8%	12%
Período de maduración			
10 años	162.89	215.89	310.58
20 años	265.33	466.10	964.63
30 años	432.19	1,006.27	2,996.00

En el sentido contrario, si dentro de 20 años se desea recibir un monto equivalente a 100 unidades monetarias, dada la misma tasa que en el caso anterior, el monto disponible hoy tendrá que ser:

$$\frac{100}{(1.08)^{20}}$$

es decir, poco más de 21.45 unidades monetarias.

En la Tabla No. 2 se presentan otros escenarios, considerando un valor futuro de 100 unidades monetarias.

Tabla No. 2

**PRECIO DE BONOS CUPÓN CERO BAJO DIVERSOS
ESCENARIOS**

VALOR PRESENTE	Tasa de interés anual		
	5%	8%	12%
Período de maduración			
10 años	61.39	46.32	32.20
20 años	37.69	21.45	10.37
30 años	23.14	9.94	3.34

Uno de los documentos sin cupón más difundidos en la actualidad, son los bonos sin cupones de la Tesorería de Estados Unidos, los que cuentan con el respaldo de la economía más fuerte del mundo. Por esta razón, se consideran instrumentos "carentes de riesgo". Su seguridad se combina con largos plazos de madurez. Estos elementos han fomentado que los bonos sin cupones del Tesoro americano se utilicen ampliamente. Una de sus principales aplicaciones es la diversificación de riesgo en carteras de inversión.

En el marco del plan Brady, estos bonos sin cupones sirven como garantía. El país deudor adquiere bonos del Tesoro americano en un monto tal que su valor futuro sea igual al monto de la deuda. En otras palabras, al comprar el monto

descontado hoy, garantiza la disponibilidad del total del principal al final del período de maduración de los bonos. Por ejemplo, si el monto por garantizar es de 100 millones de dólares, valor a 30 años; entonces el deudor podrá garantizar el pago adquiriendo 9.93 millones de dólares en bonos cupón cero del Tesoro, si la tasa de rendimiento es de 8%.

Los bonos sin cupones del Tesoro americano son importantes en la aplicación del plan Brady porque:

- Desde el punto de vista del acreedor, se asegura una garantía real sobre el crédito que aísla el "riesgo país" sobre el monto garantizado.
- Desde el punto de vista del deudor, se facilita la negociación con el ofrecimiento de este tipo de garantías que, en términos monetarios, representan una fracción accesible del monto total. Adicionalmente, estos recursos necesarios para adquirir los bonos pueden ser financiados por terceros (instituciones multilaterales) y su pago se puede diferir hacia el futuro.

Anexo No. 2

CLASIFICACIÓN DE RIESGO DE LOS BONOS BRADY¹⁷

País	Instrumento	S&P	Moody's	DCR
Argentina	A la par	BB-	B1	BB
	Con descuento	BB-	B1	BB
	FRB	BB-	B1	BB
Brasil	Par	B+	B1	BB-
	Con descuento	B+	B1	BB-
	IDU	B+	B1	BB-
	NMB de 1988	B+	B1	BB-
	NMB de 1994	B+	B1	BB-
	EI	B+	B1	BB-
	<i>EXIT</i>	B+	B1	BB-
	DCB	B+	B1	BB-
<i>C-BOND</i>	B+	B1	BB-	
Bulgaria	Descuento	NR	B3	
	FLIRB	NR	B3	
	IAB	NR	B3	
Ecuador	Par	NR	NR	
	Descuento	NR	NR	
	PDI	NR	NR	
	IEB	NR	NR	
Filipinas	Par	BB	Ba2	BB
	DCB	BB	Ba2	BB
	NMB	BB	Ba2	BB
	FLIRB	BB	Ba2	BB
México	Par	BB	Ba2	BB
	Con descuento	BB	Ba2	BB
Nigeria	Par	NR	NR	
Perú	PDI	NR	B2	
	FLIRB	NR	B2	

(continúa)

(continuación)

Panamá	PDI	BB+	Ba1
	IRB	BB+	Ba1
	FRN	BB+	Ba1
Polonia	Par	BBB-	Baa3
	Con descuento	BBB-	Baa3
	PDI	BBB-	Baa3
	RSTA	BBB-	Baa3
Venezuela	Par	B	Ba2
	Descuento	B	Ba2
	FLIRB	B	Ba2
	DCB	B	Ba2

1/ Clasificación al día 22 de abril de 1997.

Anexo No. 3

GLOSARIO DE TÉRMINOS

Bank Advisory Committee

Comité asesor de bancos. Reunión de los bancos acreedores, constituida con el fin de negociar las condiciones concernientes al cobro o reestructuración de la deuda pendiente.

Burden Sharing ("participación en la carga")

Repartición del costo de la incapacidad de pago del deudor. Ningún banco permitiría que el país deudor utilice sus recursos para pagar a un tercer banco, si él mismo no recibe un repago proporcional.

CEDEL

Organización internacional de compensación. Se ocupa de custodiar, liquidar y realizar la compensación de valores internacionales. Es semejante a EUROCLEAR. Ver *Clearing House*.

Clearing House

Cámara de compensación. Estas instituciones intermedian, en cierto sentido, las transacciones de dinero o valores en mercados en los que se lleva a cabo gran número de operaciones. En términos sencillos, su utilidad consiste en que llevan un registro de los flujos netos a favor o en contra de cada uno de los participantes. Gracias a esta compensación de cargos y abonos, al final de cada día sólo se hacen efectivos los montos netos, en lugar de efectuar cada una de las transacciones parciales. Las cámaras de compensación pueden funcionar mediante dos modalidades: cuenta bilateral o cuenta multilateral.

Escrow Accounts

Cuentas intangibles en las que usualmente se deposita la garantía rotativa sobre pagos futuros de intereses. La forma de la garantía puede ser dinero en efectivo o activos permitidos (usualmente inversiones de alto grado de seguridad).

EUROCLEAR

Organización de compensación para valores internacionales. Es semejante a CEDEL.

***Free Rider* ("pasajero gratuito")**

Se dice que un participante *es free rider* si goza de ciertos beneficios sin ninguna carga para él mismo y "a costa" del resto del grupo. Este problema aparece al tratar con bienes o derechos que no son fáciles de proteger¹. En el marco de la negociación Brady, la limitación fundamental es la disponibilidad de recursos del país. Si un banco rehusa participar en el menú de opciones (que implica una pérdida de valor para los acreedores), tendría la posibilidad de aprovechar la situación económica mejorada del país deudor, luego de la reestructuración.

***Negative Pledge Clause* ("promesa negativa o negada")**

Cláusula de pignoración negativa. Promesa efectuada por el deudor en un contrato de crédito, mediante la cual se obliga a no brindar garantías reales (derecho pignoraticio sobre ciertos activos) a otros prestamistas sin el consentimiento previo del acreedor original.

Pari Passu Clause

Cláusula *pari passu*. En el contexto de un contrato de crédito constituye el compromiso escrito del deudor de no ofrecer mejores condiciones o garantías a nuevos acreedores, sin hacer partícipe de éstas a los prestamistas originales.

***Rolling Over Guarantee* ("garantía rotativa")**

Tipo de garantía que cubre un número constante de pagos sucesivos a lo largo del tiempo. Si para un período dado la garantía no se usa, entonces

1. Para poner un ejemplo muy simple, supongamos que se cobrara un impuesto directo por el uso de las aceras peatonales. Aunque no todos los ciudadanos pagaran este impuesto, es virtualmente imposible impedir su uso a los evasores. Por lo tanto, los que deciden no pagar obtienen un beneficio "gratuito" a costa de quienes sí pagaron el costo. Actualmente se reconoce que en este ejemplo no hay gratuidad absoluta, en la medida que se asume un cierto riesgo de ser castigado (multado) o se incurre en costos colaterales (en el mismo ejemplo, preocupación por evitar ser detenido en la calle por un funcionario recaudador de impuestos).

la porción correspondiente pasa a garantizar el pago no garantizado futuro más próximo.

"Securitización"

Proceso que consiste en dar forma de instrumento transable a alguna obligación específica no transable. Implica la emisión de un instrumento o título homogéneo, con sus propios plazos y tasas, transable en el mercado secundario.

Tolling Agreement

Acuerdo suscrito con la banca para evitar el cobro judicial de los créditos impagos. Normalmente se complementa con el compromiso del deudor de no utilizar en Cortes extranjeras, su derecho de prescripción por las deudas contraídas. La prescripción se puede exigir una vez que transcurre determinado período de tiempo (establecido por la ley o el contrato mismo).

DOCUMENTOS DE TRABAJO

1. Velarde, Julio y Martha Rodríguez, *Lineamientos para un programa de estabilización de ajuste drástico*, Lima: CIUP-Consorcio de Investigación Económica, 1992, 34 pp.
2. Velarde, Julio y Martha Rodríguez, *El programa económico de agosto de 1990: evaluación del primer año*, Lima: CIUP-Consorcio de Investigación Económica, 1992, 42 pp.
3. Portocarrero S., Felipe, *Religión, familia, riqueza y muerte en la élite económica. Perú: 1900-1950*, Lima: CIUP-Consorcio de Investigación Económica, 1992, 88 pp.
4. Velarde, Julio y Martha Rodríguez, *Los problemas del orden y la velocidad de la liberalización de los mercados*, Lima: CIUP-Consorcio de Investigación Económica, 1992, 60 pp.
5. Velarde, Julio y Martha Rodríguez, *De la desinflación a la hiperestanflación. Perú 1985-1990*, Lima: CIUP-Consorcio de Investigación Económica, 1992, 71 pp.
6. Portocarrero S., Felipe y Luis Torrejón M., *Las inversiones en valores nacionales de la élite económica. Perú: 1916-1932*, Lima: CIUP-Consorcio de Investigación Económica, 1992, 57 pp.
7. Arias Quincot, César, *La Perestroika y el fin de la Unión Soviética*, Lima: CIUP, 1992, 111 pp.
8. Schwalb, María Matilde, *Relaciones de negociación entre las empresas multinacionales y los gobiernos anfitriones: el caso peruano*, Lima: CIUP, 1993, 58 pp.
9. Revilla, Julio E., *Frenesí de préstamos y cese de pagos de la deuda externa: el caso del Perú en el siglo XIX*, Lima: CIUP, 1993, 126 pp.
10. Morón, Eduardo, *La experiencia de banca libre en el Perú: 1860-1879*, Lima: CIUP, 1993, 48 pp.
11. Cayo Córdova, Percy, *Las primeras relaciones internacionales Perú-Ecuador*, Lima: CIUP, 1993, 72 pp.

12. Urrunaga, Roberto y Alberto Huarote, *Opciones, futuros y su implementación en la Bolsa de Valores de Lima*, Lima: CIUP-Consortio de Investigación Económica, 1993, 86 pp.
13. Sardón, José Luis, *Estado, política y gobierno*, Lima: CIUP, 1994, 128 pp.
14. Gómez, Rosario, *La comercialización del mango fresco en el mercado norteamericano*, Lima: CIUP, 1994, 118 pp.
15. Malarín, Héctor y Paul Remy, *La contaminación de aguas superficiales en el Perú: una aproximación económico-jurídica*, Lima: CIUP, 1994, 88 pp.
16. Malarín, Héctor y Elsa Galarza, *Lincamientos para el manejo eficiente de los recursos en el sector pesquero industrial peruano*, Lima: CIUP, 1994, 92 pp.
17. Yamada, Gustavo, *Estrategias de desarrollo, asistencia financiera oficial e inversión privada directa: la experiencia japonesa*, Lima: CIUP, 1994, 118 pp.
18. Velarde, Julio y Martha Rodríguez, *El programa de estabilización peruano: evaluación del período 1991-1993*, Lima: CIUP-Consortio de Investigación Económica, 1994, 44 pp.
19. Portocarrero S., Felipe y María Elena Romero, *Política social en el Perú 1990-1994: una agenda para la investigación*, Lima: CIUP-CIID-SASE, 1994, 136 pp.
20. Schuldt, Jürgen, *La enfermedad holandesa y otros virus de la economía peruana*, Lima: CIUP, 1994, 84 pp.
21. Gómez, Rosario y Erick Hurtado, *Relaciones contractuales en la agroexportación: el caso del mango fresco*, Lima: CIUP, 1995, 100 pp.
22. Seminario, Bruno, *Reformas estructurales y política de estabilización*, Lima: CIUP-Consortio de Investigación Económica, 1995, 153 pp.
23. L. Dóriga, Enrique, *Cuba 1995: vivencias personales*, Lima: CIUP, 1996, 94 pp.
24. Parodi, Carlos, *Financiamiento universitario: teoría y propuesta de reforma para el Perú*, Lima: CIUP, 1996, 138 pp.

25. Araoz, Mercedes y Roberto Urrunaga, *Finanzas municipales: ineficiencias y excesiva dependencia del gobierno central*, Lima: CIUP-Consorcio de Investigación Económica, 1996, 217 pp.
26. Yamada Fukusaki, Gustavo y José Luis Ruiz Pérez, *Pobreza v reformas estructurales, Perú 1991-1994*, Lima: CIUP, 1996, 116 pp.
27. Gómez de Zea, Rosario; Roberto Urrunaga y Roberto Bel, *Evaluación de la estructura tributaria nacional: 1990-1994*, Lima: CIUP, 1997, 140 pp.