

# Revista de la CEPAL

*Secretario Ejecutivo de la CEPAL*  
Norberto González

*Secretario Ejecutivo Adjunto de  
Desarrollo Económico y Social*  
Gert Rosenthal

*Secretario Ejecutivo Adjunto de  
Cooperación y Servicios de Apoyo*  
Robert T. Brown



NACIONES UNIDAS  
COMISION ECONOMICA PARA AMERICA LATINA Y EL CARIBE

SANTIAGO DE CHILE, AGOSTO 1987

**SUMARIO**

Introducción deuda interna, deuda externa y transformación económica. <i>Carlos Massad.</i>	7
Otro ángulo de la crisis latinoamericana: la deuda interna. <i>Carlos Massad y Roberto Zahler.</i>	11
El endeudamiento privado interno en Colombia, 1970-1985. <i>Mauricio Carrizosa y Antonio Urdinola.</i>	27
Deuda interna y ajuste financiero en el Perú. <i>Richard Webb.</i>	55
América Latina: reestructuración económica ante el problema de la deuda externa y de las transferencias al exterior. <i>Robert Devlin.</i>	75
La conversión de la deuda externa vista desde América Latina. <i>Eugenio Labera.</i>	105
La deuda externa en Centroamérica. <i>Rómulo Caballeros.</i>	127
Restricción externa y ajuste. Opciones y políticas en América Latina. <i>Nicolás Eyzaguirre y Mario Valdivia.</i>	155
Revisión de los enfoques teóricos sobre ajuste externo y su relevancia para América Latina. <i>Patricio Meller.</i>	177
Lista de publicaciones de la CEPAL.	

# La conversión de la deuda externa vista desde América Latina

*Eugenio Lahera\**

La conversión de la deuda externa es un instrumento de política económica que desde el punto de vista de la economía regional presenta potencialidades tanto positivas como negativas. Entre las primeras se destacan la reducción del valor acumulado de la deuda y del pago de intereses; la mejoría de la situación financiera de las empresas; el retorno de capitales fugados, y la realización de inversión extranjera directa en sectores prioritarios. Las potencialidades adversas incluyen un efecto neto negativo sobre la balanza de pagos; incremento inflacionario debido a una mayor emisión; desnacionalización de la economía obtenida con capital subsidiado, y desplazamiento en la utilización de las divisas. En la mezcla final que resulta de la conversión inciden principalmente las modalidades con las que se aplica este instrumento.

La selección de esas modalidades debería estar orientada a satisfacer las prioridades económicas nacionales, las que no coinciden necesariamente con las de los grupos que impulsan la conversión. Existe un desencuentro, por ejemplo, entre los grandes bancos que buscan sobre todo reducir sus riesgos en la región, y los países que pretenden la reanudación de la afluencia de financiamiento externo neto. Lo mismo sucede entre empresas transnacionales que buscan realizar ganancias mediante la compra subsidiada de activos ya existentes, y los países que quieren inversión adicional en sectores productores de bienes transables. La conversión de la deuda externa es, por lo tanto, una técnica que, para ser correctamente utilizada, exige claridad de objetivos, y sintonía fina en su aplicación.

La conversión influye poco en la situación de la deuda externa regional. Quizás su mayor significación a este respecto es el reconocimiento por los bancos de que el valor actual de la deuda es distinto —e inferior— al oficial.

\*Consultor de la CEPAL. Este artículo se basa en un estudio preparado por el autor para el Sistema Económico Latinoamericano (SELA) y se aprovechó en él la discusión sobre el tema del Taller de Economía Internacional de la Corporación de Investigaciones Económicas para Latinoamérica (CIEPLAN). El autor agradece los comentarios de Robert Devlin, Nicolás Eyzaguirre, Alicia Frohmann, Roberto Zahler y los integrantes de la Unidad Conjunta CEPAL/CET de Empresas Transnacionales, lo que no los compromete con el contenido del presente artículo.

## Introducción

El objetivo de este trabajo es analizar y evaluar las modalidades de conversión de la deuda externa de América Latina en capital accionario o en financiamiento de otras actividades en la región. Se pretende enfocar la situación desde el punto de vista de la economía latinoamericana. Adoptar este punto de vista supone no ahondar en otras apreciaciones como las de los bancos, los organismos multilaterales y los gobiernos de los países centrales. Se ha optado por este camino para abreviar el trabajo y lograr un análisis más centrado. Por lo demás abundan los estudios desde los demás puntos de vista.

La conversión de la deuda externa debe analizarse en el marco de la crisis del sector financiero externo de América Latina desde 1982. Desde ese año —y a diferencia de lo que ocurrió en la crisis de 1930— mantener el pago de los intereses de la deuda externa se convirtió, con algunas excepciones, en el nuevo consenso de la gestión macroeconómica regional. El consenso fue en cierta medida involuntario, impuesto por circunstancias externas: entre enero de 1983 y septiembre de 1986, un comité bancario coordinaba 93% de los compromisos de créditos bancarios de largo plazo para América Latina y éstos se lograban en el contexto de acuerdos de reestructuración de la deuda (OCDE, 1987 y FMI, 1987). Es muy marcado el contraste entre la situación del decenio de 1930, caracterizada por la dispersión de los tenedores de bonos, y el actual control ejercido por un puñado de bancos.

La aplicación de fuertes ajustes recesivos, incluida la reducción radical de las importaciones que generó artificialmente una balanza comercial positiva incompatible con el pleno empleo hizo posible una transferencia neta continua al exterior, que llegó a 130 000 millones de dólares hasta fines de 1986 (SELA, 1987). Los salarios reales y el empleo disminuyeron, mientras se elevaba la inflación.

En el terreno más concreto de la deuda externa, diversos gobiernos de la región aplicaron medidas destinadas a obtener resultados positivos en la variable principal del decenio: el pago sostenido de una deuda externa impagable en sus condiciones oficiales. Entre esas medidas figuraban el seguro de cambios a los deudores, la cancelación anticipada, el aval estatal a la deuda externa privada y la conversión de la deuda externa, tema del presente estudio.

El tema de la conversión de la deuda externa se ubica en una intersección temática, principalmente con la inversión extranjera directa, pero también con la política monetaria y la fuga de capitales. Admite numerosas modalidades, y algunas de las diferencias resultantes son meramente formales o tienen importancia secundaria; otras, en cambio, modifican de manera importante el efecto del sistema sobre las diversas variables macroeconómicas. De aquí que convenga establecer una tipología de esquemas de conversión.

El estudio consta de cuatro partes. En la primera se describe la conversión en términos generales; en la segunda se analiza en particular cada país en que se aplica. En la tercera sección se evalúa su impacto en los siguientes aspectos de la economía de América Latina: balanza de pagos, inversión extranjera directa, blanqueo de capitales, finanzas locales y control extranjero de la economía nacional. En la cuarta y última parte se extraen algunas conclusiones y se plantean distintas posibilidades en torno a este tema.

## I

### Características de la conversión

#### 1. ¿Qué es la conversión?

La capitalización de una deuda es una operación financiera bien establecida desde antiguo que corresponde a la concreción del riesgo en que incurre el deudor en caso de no pago de una deuda. Cuando hay incumplimiento de una obligación crediticia es habitual que se entregue la garantía como una manera de saldar la obligación financiera; a menudo esa garantía corresponde a la participación en el capital de alguna operación comercial del deudor. Estas modalidades son comunes en los préstamos locales, pero no se han dado hasta ahora con los acreedores de préstamos públicos; en esos casos se trata simplemente de una garantía estatal. También en el sector privado pueden plantearse problemas, cuando esa capitalización supone la transferencia de activos a factores extranjeros. La crisis del sector financiero externo de América Latina y la creación subsiguiente de un mercado secundario para los instrumentos de préstamos problemáticos han abierto esa posibilidad.

El valor de mercado de un contrato de préstamo es el valor presente de la expectativa de un movimiento de pagos que se realizará según las condiciones del contrato. En la mayoría de los casos el valor contractual estará un poco por encima del valor de mercado para cubrir el riesgo de incumplimiento. Cuando el acreedor y el deudor tienen residencia legal en un mismo país, el conflicto que pueda plan-

tearse se resuelve por la vía jurídica aplicando un procedimiento de quiebra. Cuando no lo hay, el problema del deudor para obtener nuevo financiamiento estriba en que los acreedores potenciales se verán obligados a compartir la pérdida prevista (la diferencia entre el valor de mercado de la obligación y su valor contractual). Aparte la voluntad o habilidad del deudor de cumplir sus obligaciones, pesará en la actitud de los acreedores el valor de mercado de la deuda (Dooley, 1987, p. 7).

La idea de convertir deuda en capital se utiliza también en la reorganización de empresas en bancarrota: parte de la deuda se convierte en acciones de la firma, lo que aminora la deuda y los pagos de interés. Los acreedores reciben acciones y si la compañía se repone y prospera obtendrán utilidades, como sucedió con la Chrysler (Weinert, 1986/1987, p. 89).

Existen diversos casos de capitalización. El más simple corresponde a aquel en que la entidad deudora y la acreedora forman parte de una misma empresa, como ocurre en una empresa transnacional. Se complica la situación cuando el acreedor es otra firma, un banco, por ejemplo. Ambos casos se dan en la práctica comercial corriente. Sin embargo hay una tercera posibilidad: la de que se forme un fondo común de la deuda del cual pueda escoger un agente cualquier título para capitalizarlo en activos de su elección en el país deudor. Esto implica una política deliberada.

Cuadro 1

VALOR DE LOS PAGARES DE LA DEUDA EXTERNA,  
POR PAISES

(100 = valor nominal)

País	1985		1986		1987		
	Junio	Enero	Junio	Diciembre	Febrero	Marzo	Mayo
Argentina	60-65	62-66	63-67	62-66	62-65	63	58
Bolivia	...	...	7 <sup>a</sup>	...	...	55-10	11-13
Brasil	75-81	75-81	73-76	74-77	73-75	69	62
Costa Rica	...	...	...	40	...	45	...
Colombia	81-83	82-84	80-82	90	...	...	...
Chile	65-69	65-69	64-67	65-68	68	68	71-72
Ecuador	65-70	68-71	63-66	63-65	...	62	50
México	80-82	69-73	55-59	54-57	56-58	58	58
Perú	45-50	25-30	17-23	16-19	16-19	...	14
Uruguay	...	...	64 <sup>a</sup>	...	...	...	...
Venezuela	81-83	80-82	75-78	72-74	72-74	72	72-75
Filipinas	...	...	...	72-76	74	74	70

Fuente: Junio de 1985 a diciembre de 1986: Shearson, Lehman Brothers, Loan transactions group, *The Economist*, Londres, 21 de marzo de 1987; Febrero de 1987: *Fortuna*, 30 de marzo de 1987 y Shearson Lehman Brothers, *op.cit.*; Marzo de 1987: *Business Latin America*, 20 de abril de 1987.

<sup>a</sup> Mayo de 1986, R. Dornbusch, *The debt problem and some proposed solutions*, Cambridge, Mass., Massachusetts Institute of Technology, 1986.

## 2. Mecánica de la conversión

La mayoría de los sistemas de conversión suponen la compra de una obligación externa por un agente —será inversionista si invierte después— local o extranjero, o un banco comercial. El agente intercambia entonces esa obligación con el Banco Central por moneda local —al valor nominal, o algo menos— o por un instrumento de deuda en moneda local, que puede ser canjeado en el mercado local de bonos. Se extingue así la deuda original (Sloakes, 1986, pp. 40 y 41). El fruto de esa transacción puede emplearse para adquirir una participación de capital en una empresa local, para aumentar los gastos de instalaciones y equipos de una empresa existente, para extinguir obligaciones pendientes en moneda local y mejorar el movimiento de caja de la empresa o para cualquier otro fin legal.

La conversión de la deuda externa implica pues la compra —por residentes locales o por inversionistas extranjeros— de obligaciones del país deudor en moneda extranjera con una determinada tasa de descuento y su transformación en moneda local con una tasa menor de descuento. Si son residentes, la operación puede equivaler a una repatriación de

capitales. Los agentes obtienen de ese modo fondos en moneda local que pueden aplicar para los fines autorizados. Estos fondos son más baratos que los obtenidos en el mercado de cambio oficial y en el paralelo (*World Financial Markets*, septiembre de 1986, p. 8).

El cuadro 1 muestra la cotización de mercado de los pagarés de la deuda externa de varios países y su evolución desde junio de 1985. Su complemento es la tasa de descuento aplicable a esos pagarés. El precio es de referencia ya que se trata de un mercado muy opaco en el que se efectúa mayor número de operaciones que las publicadas y por distintos precios.

Ese descuento se justifica principalmente por la duda sobre las posibilidades de que América Latina pague su deuda externa al valor nominal. La duda se basa en la dificultad de prolongar tanto la transferencia al exterior de parte del producto regional como la aplicación de ajustes recesivos; la generación de excedentes comerciales también encuentra dificultades crecientes. Todos estos factores se han conjugado con la falta de una concepción alternativa de ajuste positivo, que le permitiera a América Latina reestructurar su economía y seguir desarrollándose, para crear una situación de no pago parcial de la

deuda. Ocho países de la región, entre ellos el Brasil, han suspendido o condicionado sus pagos de la deuda externa. Si bien casi nadie espera una moratoria general, los bancos norteamericanos ya prevén una reducción de los pagos lo que incluso se proyectó en el precio de venta de acciones de los bancos más grandes, el que cayó en 60% con relación al precio del mercado. El mercado ya estaba aplicando descuentos antes del aumento de las reservas de Citicorp (*Fortune*, 30 de mayo de 1987).

Las operaciones de conversión realizadas en la región suman un total de 4 895 millones de dólares (cuadro 2).

### 3. Agentes

Los bancos que venden deuda con descuento han variado fundamentalmente. En un comienzo se trataba sobre todo de bancos con escasos fondos comprometidos en deudas de recuperación incierta, las que deseaban eliminar o reducir en su cartera; los que querían cambiar un tipo de fondos comprometidos por otro; y los que habían tomado resguardos contra pérdidas y podían absorber la venta con descuento. Se trataba principalmente de bancos de Europa y el Japón, pero figuraban también entre ellos algunos bancos regionales norteamericanos. Los bancos grandes de Estados Unidos seguían contabilizando estas deudas a valor paritario, ya que si vendían deuda con descuento debían reconocer la pérdida y castigar con el mismo valor el resto de los préstamos en el país de que se tratara. Estos bancos cumplían una activa función de corretaje, pero no alimentaban el mercado con los títulos que tenían en su poder.

En la medida en que ha crecido el negocio de la capitalización, la actitud de estos bancos ha variado y cada vez participan más activamente en este mercado, desplazando de él a otros intermediarios y, en algunos casos, vendiendo pagarés propios. Así ha ocurrido con el City Bank, el Bankers Trust, el Libra Bank y el Banco de Montreal (*Fortune*, marzo de 1987). En el Japón han estado activos el Banco Industrial de Japón y el Sumitomo.

La situación dio un vuelco cuando en mayo el Citicorp anunció que en relación directa con sus préstamos problemáticos aumentaría sus reservas en 3 000 millones de dólares. Esta decisión desencadenó una ola de operaciones similares de los demás bancos principales de los Estados Unidos y quizá marque un punto de inflexión en la relación financiera de América Latina con los bancos. Citicorp está ahora en un mejor pie de negociación, tanto con América Latina como con el Gobierno de los Estados Unidos. Las principales consecuencias en lo que dice relación con la conversión de la deuda es que, al menos para Citicorp, el préstamo de dinero fresco sólo para lograr la continuidad en el pago de los intereses de la deuda ha llegado a su término. Entre otras cosas, esto se traducirá en un aumento importante de la oferta de títulos de la deuda externa para su conversión. En su conferencia de prensa, efectuada el 19 de mayo, el Presidente de Citicorp anunció que durante los próximos tres años se esperaba que 1 000 millones de la reserva ampliada se dedicaran a cubrir las pérdidas correspondientes al descuento con el que se realiza la conversión. Estas fluctuarían entre 2 000 y 3 000 millones de dólares en esos años, cifras que podrían

Cuadro 2

### CUATRO PAISES LATINOAMERICANOS: MONTOS DE CAPITALIZACION DE LA DEUDA EXTERNA

(Millones de dólares)

	1984	1985	1986	Total	Deuda externa total	1986 (%)
Brasil	745	581	600	1 926	108 200	1.8
Costa Rica	...	...	60	83	4 240	2.0
Chile	...	375	812	1 186	22 000	5.4
México	...	...	700	700	105 900	1.5
Total	745	956	2 172	4 895	370 000	1.3

Fuente: Informaciones oficiales de cada país.

variar según el descuento. Como señaló el Presidente del Citicorp: "no sacamos nada con seguir entregando nuevos préstamos a 20 años plazo sujetos a todo tipo de reestructuración... Hoy parece mucho más conveniente invertir en una empresa rentable en el Brasil, por ejemplo, que mantener préstamos con el Banco Central de ese país... Durante los próximos años trataremos de recolocar y capitalizar una parte importante de nuestra deuda... Invertiremos en cualquier cosa que sea económicamente conveniente... Incluso estamos dispuestos a retirar nuestra inversión si, en 10 años más, hay algún interés en comprar nuestra parte. Lo anterior porque no queremos ser inversionistas de capital a largo plazo" (Reed, 1987).

Este hecho retrata de cuerpo entero la falta de coincidencia entre el interés de los bancos que adoptan esa actitud y el interés de América Latina. La solución subóptima de los bancos no corresponde a lo que esperaban de ellos como actividad principal los países de la región. El Secretario de Estado Baker señaló como contraparte de los nuevos fondos que implicaba el Plan que lleva su nombre el crear un ambiente más favorable para la inversión extranjera. Los bancos decidieron acortar camino: adquirir los bienes sin prestar el dinero. Por supuesto no todos los bancos seguirán la estrategia del Citicorp; habrá que estar a la expectativa de lo que suceda.

Otros agentes de la conversión son los financieros locales o extranjeros que buscan invertir, financiar operaciones productivas y de otra índole, repatriar capitales o aprovechar lucrativamente las divisas que mantiene el país. Un pequeño grupo de grandes bancos comerciales y de fomento y también firmas de abogados o de intermediarios obtienen pingües comisiones a cambio de concertar la oferta y la demanda de pagarés. Se ha creado así un enjambre de intermediarios, asesores, analistas económicos y políticos y relacionadores públicos. Incluso el *New York Times* (5 de mayo de 1987) ha señalado el interés de estos bancos y firmas como uno de los impulsos que activan la conversión.

#### 4. Ventajas teóricas de la conversión

Desde el punto de vista de los bancos acreedores, vender pagarés de la deuda a un precio menor que el establecido en el título asegura el pago parcial de una deuda problemática (de allí el descuento) y le permite reducir o modificar el porcentaje de colocaciones en un país o región.

Los bancos acreedores que venden los pagarés mejoran su cartera, eliminan las deudas con riesgo y obtienen un pago anticipado parcial de una deuda de cobranza dudosa. A cambio, si venden los pagarés a terceros, aceptan el hecho de que ocurrió el riesgo por el cual cobraron un mayor interés al efectuar el préstamo. Si realizan directamente la operación, cambian un activo financiero por otro real; pueden así mejorar su posición, ya que 100 unidades de deuda de pago inseguro se convierten en 95-100 unidades de propiedad de los mejores activos locales, que además son rentables y pueden ser vendidos unos años más tarde con utilidad. Esta operación suele ser demasiado compleja para que puedan acometerla los bancos pequeños. Al cancelar la deuda original el banco adquiere un grado más de libertad frente a los países lo que—en el caso de América Latina— le facilita quitarse de encima el lastre de estos deudores concatenados.

El agente obtiene financiamiento local a un costo menor que el de la plaza local e inferior al que implicaría traer divisas del exterior y cambiarlas o en el mercado oficial o en el mercado libre. Las operaciones siguen los vaivenes de las relaciones entre descuentos, comisiones y el diferencial cambiario.

Para las firmas locales que desean reducir su endeudamiento en moneda local, el sistema resulta una forma barata de mejorar el flujo de fondos y elevar la rentabilidad de la firma, a fin de costear una expansión futura. El país que autoriza la capitalización de la deuda externa obtiene la rebaja consiguiente del volumen de esa deuda y del pago anual de intereses, lo que se logra con un pago efectivo menor que el del título correspondiente.

No todos los finales legales son directamente productivos. Por otra parte, evitar el incumplimiento de algunas prohibiciones—como la de reciclar los dólares utilizados— es difícil, si bien no imposible. Los organismos financieros multilaterales han apoyado la capitalización de la deuda como una solución parcial al problema de una posible mora. Según declaraciones recientes de David Mulford, Subsecretario del Tesoro de los Estados Unidos, el Gobierno de los Estados Unidos apoya abiertamente esta iniciativa y forma parte del Plan Baker.

Parecería pues ésta una solución sin defectos y que deja contentos a todos. Este canje de una deuda por un activo merece la aprobación unánime de los acreedores extranjeros, bancos internacionales, em-

presas transnacionales, bancos centrales y el sistema financiero de algunos países latinoamericanos, el Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial y el Gobierno de los Estados Unidos. Como

todos parecen ganar con la conversión, para apreciar si esto es realmente así, habrá que analizar sus condiciones y resultados reales, lo que se hace en la sección siguiente.

## II

### La conversión tal cual es

#### 1. Generalidades

Los sistemas de conversión de la deuda externa presentan importantes puntos de coincidencia pero también grandes diferencias entre sí (cuadro 3). La deuda convertible es tanto la pública como la privada en la mayoría de los casos, pero en Argentina y México es sólo la pública, mientras en Ecuador es sólo la privada. Los usos aceptados de los fondos en moneda local incluyen el canje por activos en todos los casos pero también el pago de la deuda local en Chile, México y Venezuela. Los agentes son en general los bancos y las empresas transnacionales, pero también pueden operar las empresas locales y los individuos en varios casos. Mientras varios países no han fijado el tope máximo que puede cubrir el sistema, Argentina, Chile, Ecuador, Filipinas y México sí lo han hecho, por un total potencial de 20 800 millones de dólares. La mayoría de los países no ha fijado cupos temporales, pero si lo han hecho Argentina, Chile y México. El tipo de cambio utilizado es en general el oficial o alguna variante. El medio de pago es, en general, la moneda local, los bonos o ambos. El precio de cambio es en general el valor nominal de los pagarés, salvo en Costa Rica —donde no puede exceder el 70%— y México, donde fluctúa entre 70% y 100%.

En la mayoría de los países hay sectores prioritarios de inversión, pero no en Brasil, Chile ni Ecuador. También en la mayoría es posible comprar activos, salvo en Argentina y Ecuador. Las normas generales de inversión extranjera son aplicables en general, menos en Chile y México. Con la excepción de Argentina no existe obligación de aportar nuevos fondos ni hay incompatibilidad con otros regímenes de promoción. En casi todos los países se impone alguna limitación temporal a la remesa de utilidades y a la repatriación de capitales.

Por último ningún país se permite, por ahora,

operar con fondos de conversión de la deuda en el mercado accionario.

#### 2. La aplicación del sistema por países<sup>1</sup>

##### a) Brasil

La ley 4131 de inversiones extranjeras autoriza la conversión de préstamos en capital. Durante el decenio de 1980 el Brasil fue pionero en América Latina en la aplicación de un sistema de conversión de la deuda en participación accionaria; en diciembre de 1982 se establecieron incentivos fiscales para promover la conversión, que incluían reducciones impositivas de 5 a 10%. Estas se eliminaron en junio de 1984.

En el Brasil se da también el mayor monto convertido, que alcanzó 1 926 millones de dólares. La mayor parte de este total corresponde a empresas transnacionales que han transformado en capital accionario su deuda externa con filiales de la empresa, aplicándoseles las limitaciones de la reglamentación sobre la inversión extranjera. La repatriación del capital estaba restringida a las condiciones del préstamo original, en la mayoría de los casos, ocho años (*Business America*, 19 de enero de 1987, p. 3 y FMI, 1987). Sin embargo este procedimiento ha sido usado también por las empresas transnacionales para remitir utilidades (*Business Latin America*, 27 de junio de 1984, p. 204 y *Euromoney*, agosto de 1986, p. 69).

A partir de junio de 1984 la conversión se restringió al capital directo del deudor en créditos intrafirma, préstamos internacionales y créditos externos con garantía de la casa matriz. A principios de 1985 se restringió la reducción impositiva del mismo modo.

<sup>1</sup>Los países se han ordenado de acuerdo con la secuencia cronológica en que iniciaron la aplicación del sistema.



Cuadro 3

## OCHO PAISES LATINOAMERICANOS: CARACTERISTICAS DE LOS PROGRAMAS DE CONVERSION DE LA DEUDA EXTERNA

	Argentina	Brasil	Costa Rica	Chile	Ecuador	Filipinas	México	Venezuela
<b>ASPECTOS GENERALES</b>								
Fecha de inicio del programa	Mayo 1987	Diciembre 1982 Junio 1984	Agosto 1986	Mayo 1985	Diciembre 1986	Agosto 1986	Abril 1986	Abril 1987
Tipo de deuda convertible	Pública	Pública, privada	Pública, privada	Pública, privada	Privada	Pública, privada	Pública	Pública, privada
Usos aceptados de los fondos en moneda local	Inversión, pago de deuda local	Inversión	Inversión	Inversión, pago de deuda local, otros	Inversión	Inversión	Inversión, pago de deuda local	Inversión, pago de deuda local
Quiénes pueden operar con el programa	Bancos, empresas transnacionales, empresas	Bancos, empresas transnacionales	Bancos, empresas transnacionales, empresas y personas	Bancos, empresas transnacionales, personas jurídicas y naturales. Nacionales en el Capítulo XVIII	Bancos, empresas transnacionales, empresas y personas	Bancos, empresas transnacionales, empresas y personas	Bancos, empresas transnacionales y personas	Bancos, empresas transnacionales y empresas
Tope máximo del programa	2 000 millones de dólares en 5 años	No hay	No hay	2 000-4 000 millones de dólares	1 346 millones de dólares	6 000 millones de dólares	8 500 millones de dólares	No hay
<b>ASPECTOS OPERATIVOS</b>								
Cupos temporales	Si	No	No	Si	No	No	Si	No
Tipo de cambio utilizado	Cierre comprador. Banco Central	Oficial	Oficial	Dólar Observado	Oficial	Oficial	Oficial	Bs. 14.5
Medio de pago Banco Central	Australes	Cruzados	Bonos	Pesos o bonos	Sucres	...	Pesos	Bolívares o bonos
Precio de cambio	100%	100%	Hasta 70%	100%	100%	100%	70% - 100%	100%
<b>CONDICIONES</b>								
Existencia de sectores prioritarios de inversión	Si	No	Si	No	No	Si	Si	Si
Posibilidad de comprar activos	No	Si	Si	Si	No	Si	Si	Si
Aplicación de las normas de la inversión extranjera	Si	Si	...	No	Si	...	No	Si
Necesidad de allegar nuevos fondos	Si	No	No	No	No	No	No	No
Condiciones especiales de remisión de utilidades	No por 4 años	Sin límites	Sin limitaciones	No por 4 años	No por 4 años	Sin restricciones en sectores prioritarios. No por 4 años en los demás	Por 5 años debe ser inferior a intereses	No más de 10% por 3 años
Condiciones de repatriación del capital	No por 10 años	No puede ser inferior a la deuda original	No puede ser período inferior a la deuda original	No por 10 años	No por 12 años	No por 3 años en prioritarios y 5 años en no prioritarios	No por 12 años	No por 5 años. Los 6 subsiguientes no más de 12.5%
Posibilidad de operar en el mercado accionario	No	No	No	En estudio	No	...	No	...

El programa tuvo un impacto inflacionario moderado mientras duró, ya que no se tomaron medidas para neutralizar el aumento del circulante (Marques Moreira, 1986). Finalmente se suspendió a principios de 1986 aunque siguen dándose algunas operaciones que se aprueban caso por caso (*The Economist*, 7 de mayo de 1987).

En la actualidad el Banco Central analiza la posibilidad de permitir la capitalización otra vez. El nuevo plan de conversión afronta fuertes resistencias políticas y se desconocen todavía sus posibles características. Se conjetura, sin embargo, que el valor de compra de los pagarés con descuento fluctuaría entre 65% y 100% del valor nominal, según la inversión y la región de que se trate. La moneda local resultante sólo podría utilizarse para nuevas inversiones o para ampliaciones de capital y no podría aplicarse al pago de deuda local como capital de trabajo.

El programa incluirá incentivos especiales para las firmas que realicen operaciones de conversión destinadas a la exportación. La remesa de utilidades de esas firmas se basaría en un porcentaje de las exportaciones netas, en vez del capital. También podría autorizarse la inversión en acciones utilizando fondos provenientes de la conversión, siendo el mercado accionario del Brasil el mayor entre los países deudores (*Business Latin America*, 27 de abril de 1987).

#### b) Chile

En mayo de 1985 el Banco Central de Chile estableció dos modalidades de conversión de la deuda externa pública y de la privada con garantía, en sendos capítulos de la Ley de Cambios Internacionales: el XVIII reservado a las transacciones locales y el XIX que incluye las extranjeras. El programa chileno registra la mayor tasa de conversión de la deuda en relación con su valor acumulado (5%). En ambos sistemas la deuda externa de un plazo superior a 365 días puede ser utilizada para su conversión en activos, aplicados al pago de deudas en moneda local y otras actividades en Chile.

Salvo cuando se trata de un banco que utiliza sus activos en Chile para la operación, los pagarés se compran con descuento en el mercado secundario internacional. Antes de efectuar la conversión, el agente presenta una solicitud al Banco Central para que se apruebe en una propuesta de fondos. La conversión se realiza al tipo de cambio del dólar vigente. Una vez aprobada la solicitud el pagaré se cambia por moneda nacional o bonos expresados en mo-

neda nacional a un valor nominal. En virtud del capítulo XVIII el Banco Central retiene una comisión de alrededor de 16%, lo que no sucede en el caso del capítulo XIX. Se cancela así la deuda externa. La mayoría de la deuda se convierte en instrumentos financieros, que se venden posteriormente en el mercado local, con un descuento, para obtener moneda nacional. El descuento actual es de 10% a 15%. El límite del programa impuesto por el gobierno según informaciones del Ministerio de Hacienda, es de 2 000 a 4 000 millones de dólares (*Euromoney*, agosto de 1986). El capítulo XVIII autoriza a individuos y empresas a comprar con sus propias divisas instrumentos de la deuda externa a un plazo superior a 365 días. Para la adquisición de instrumentos es preciso el acuerdo previo entre el adquirente y el deudor en el sentido de que la obligación será inmediatamente pagadera en Chile contra la entrega del documento. Este acuerdo no se exige para los pagarés del Banco Central que pueden ser reemplazados directamente por instrumentos negociables en unidades de fomento con un descuento de 3% respecto del valor original. El capital de este instrumento tendrá un plazo de 10 años y reportará intereses semestrales.

El resultado de estas operaciones no podrá exceder el capital o el saldo de la deuda en el instrumento original, más los intereses respectivos.

Un agente local, a través de un agente extranjero, ubica deuda externa chilena idónea y la adquiere con descuento. Esa compra se financia con dólares propios o adquiridos en el mercado paralelo de Chile, o con dólares propios del exterior. Esta tercera posibilidad puede traducirse en una repatriación de capitales. El interesado autoriza a continuación a un banco local a lograr el acuerdo del deudor chileno para la redenominación de la deuda extranjera en moneda nacional. El banco presenta una oferta al Banco Central por una parte de la cuota mensual que será rematada, señalando cuánto pagará por la operación de conversión.

Obtenida la aprobación del Banco Central, se realiza la compra de la obligación, la que es redenominada en pesos por el banco local creándose un nuevo instrumento de deuda interna. La deuda externa se cancela y el nuevo instrumento, indizado, se entrega a un agente local. El costo de la obtención del cupo por los bancos se traspaasa al agente. La nueva deuda se coloca en el mercado local obteniéndose alrededor de 92% de su valor. La cantidad resultante se entrega al agente.

El interés del capítulo XVIII no proviene sólo del ahorro en el costo del financiamiento en moneda local resultante de la diferencia entre el descuento y el valor nominal del pagaré, menos el costo de la cuota y la diferencia entre la tasa de cambio en el mercado paralelo y la del oficial que se empleó para el canje, sino que radica, aparte la utilidad que se obtenga, en la posibilidad de blanquear capitales retirados del país o de las cuentas públicas de las empresas.

El capítulo XIX autoriza a los individuos o entidades legales, chilenos o extranjeros, residentes o no residentes, a realizar inversiones en Chile mediante la adquisición y el uso de instrumentos de la deuda externa, con derecho a acudir al mercado de divisas para enviar al exterior capital y ganancias. El capítulo tiene antecedentes en el Decreto con Fuerza de Ley N° 600, que rige la inversión extranjera directa en Chile y que incluye en sus disposiciones la posibilidad de capitalizar deudas debidamente autorizadas y utilidades no remitidas. Ambos tipos de capitalización constituyen el aporte de capital que otorga derecho a remesas sin límites y a la repatriación después de tres años.

Los bancos acreedores pueden efectuar operaciones con sus propios pagarés o éstos pueden ser adquiridos con descuento por terceros en el mercado secundario. Las personas interesadas deben presentar una solicitud al Banco Central en la que se individualice al solicitante y se describa claramente la inversión propuesta. Igual que en el caso anterior se requiere un acuerdo que señale que la deuda se pagará en Chile, en las condiciones señaladas. Los instrumentos del Banco Central no requerirán este acuerdo. En ningún caso podrá el resultado de la operación exceder el valor del instrumento original.

Las solicitudes pueden ser aceptadas o rechazadas por el Banco Central, el que puede condicionar su aceptación a que parte de la inversión se realice con el producto de la venta de divisas en el mercado libre, lo que hasta ahora no ha hecho. Si se aprueba la solicitud, el Banco Central puede autorizar remesas y repatriaciones; las utilidades no podrán remitirse antes de los cuatro años y a partir del quinto año sólo podrá remitirse 25% de las utilidades netas. Las utilidades obtenidas después del quinto año pueden ser remitidas libremente. La repatriación de capitales sólo puede realizarse con el producto de la enajenación de activos o derechos correspondientes a la inversión original. Las remesas se harán a la tasa de cambio bancaria. El

pagaré es adquirido entonces por el agente y luego rescatado por el deudor original en pesos, con 10% de descuento respecto del valor nominal. Con el producto se efectúa la inversión.

Cuando el deudor es el Banco Central, las deudas se convierten en pagarés en moneda nacional a su valor nominal y a la tasa oficial de cambio. Para otros, las condiciones se acuerdan en cada caso. El Banco Central lleva la información y controla las remesas y las repatriaciones.

La garantía jurídica de las operaciones en virtud del capítulo XIX es un acuerdo con el Banco Central, a diferencia de las inversiones por el Decreto Ley N° 600 que son un contrato-ley con el Estado. El régimen tributario aplicable es el general, a diferencia de la posibilidad otorgada por el Decreto Ley N° 600 a otras formas de inversión extranjera de acogerse a un régimen de exención tributaria por 10 años. No hay limitaciones sectoriales y pueden adquirirse empresas públicas o privadas establecidas o en funcionamiento. No hay un tratamiento diferencial por sectores y la conversión no es alternativa a regímenes especiales de promoción. No existen límites cuantitativos preestablecidos, pero cada operación debe ser aprobada por el Banco Central, lo que permite su administración (cuadro 4).

En agosto de 1986 el Banco Central estableció un tercer mecanismo de capitalización mediante el cual las personas que adquieren títulos de deuda externa chilena podrán aplicarlos a la suscripción y pago de acciones emitidas por empresas que necesiten aumentar su capital para hacer frente a un endeudamiento excesivo. Esta disposición pueden invocarla chilenos y extranjeros, por lo que es diferente del capítulo XVIII. No existe derecho a remesas ni a repatriación. Estas operaciones no requieren cupo del Banco Central; por lo tanto no pagan intereses ni impuesto al valor agregado.

Otro mecanismo es el reciclaje de pagarés de la deuda de empresas públicas contratada con proveedores del exterior que permite una reducción de los compromisos de esas empresas. Los pagarés de deuda externa emitidas por empresas como Ferrocarriles, Endesa y el Metro que no se encuentran incluidos en los procesos de renegociación de la deuda externa pueden ser traídos al país y entregados a la Tesorería, la que los recibirá con un descuento mayor que el correspondiente a los capítulos XVIII y XIX (*El Mercurio*, 15 de agosto de 1986).

Hay otros mecanismos de reducción de la deuda como la condonación de parte de ella por un

Cuadro 4

## CHILE: OPERACIONES DE PAGARES DE LA DEUDA EXTERNA POR TIPO DE OPERACION

(Millones de dólares)

	Capitalización DL600 y otros			Capítulo XVIII			Capítulo XIX			Canje de cartera			Condonación de deuda y otros			Total		
	Mayo 1986	Agosto 1986	Feb. 1987	Mayo 1986	Agosto 1986	Feb. 1987	Mayo 1986	Agosto 1986	Feb. 1987	Mayo 1986	Agosto 1986	Feb. 1987	Mayo 1986	Agosto 1986	Feb. 1987	Mayo 1986	Agosto 1986	Feb. 1987
A. Sector público (a+b+c+d)	-	-	-	84	168	290	87	92	344	13	32	42	-	-	57	183	292	733
a) Banco Central	-	-	-	45	49	56	60	60	232	10	11	12	-	-	-	115	119	300
- Fondos nuevos	-	-	-	41	...	...	34	...	...	-	...	...	-	-	...	75	...	...
- Restructuración 1983/1984	-	-	-	4	...	...	26	...	...	-	...	...	-	-	...	30	...	...
- Otros	-	-	-	-	...	...	-	...	...	10	...	...	-	-	...	10	...	...
b) Banco del Estado	-	-	-	6	18	...	44	...	-	-	4	4	5	-	-	9	22	49
- Restructuración 1983/1984	-	-	-	6	...	...	-	...	...	-	...	...	-	-	...	6	...	...
- Otros	-	-	-	-	...	...	-	...	...	4	...	...	-	-	...	4	...	...
c) Empresas públicas	-	-	-	8	36	42	27	32	35	-	-	2	-	-	57	35	68	136
d) Sector privado con garantía pública	-	-	-	25	65	149	-	...	77	-	17	22	-	-	-	25	82	249
- Restructuración 1983/1984 del sector privado financiero	-	-	-	25	...	...	-	...	...	-	...	...	-	-	...	25	...	...
B. Sector privado (a+b)	149	149	155	155	213	304	42	66	101	37	19	26	155	200	358	538	647	944
a) Sector privado financiero	63	63	65	147	204	295	42	66	101	34	16	23	14	14	34	200	262	517
- Créditos artículo 14	63	63	...	147	...	...	42	...	...	34	...	...	14	...	...	300	...	...
b) Sector privado empresas	86	86	90	8	9	9	-	...	...	3	3	3	141	186	324	239	285	426
- Créditos artículo 14	86	86	...	8	...	...	-	...	...	3	...	...	133	...	...	231	...	...
- Otros	-	-	...	-	-	...	-	...	...	-	...	...	8	...	...	8	...	...
Total (A + B)	149	149	155	239	381	594	128	158	445	51	51	68	155	200	414	722	939	1677

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 5

**CHILE: DISTRIBUCION SECTORIAL DE LAS OPERACIONES DE CAPITALIZACION DE LA DEUDA EN VIRTUD DEL CAPITULO XIX, MEDIADOS DE 1985 A OCTUBRE DE 1986**

(Millones de dólares y porcentajes)

Sector <sup>a</sup>	Monto	Porcentaje
Fondos de previsión y compañías de seguro	81.0	43.0
Industria	30.9	16.4
Comercio	15.8	8.4
Pesca	11.0	5.8
Transporte y comunicaciones	9.3	4.9
Silvoagropecuario	7.3	3.9
Minería	2.9	1.5
Misceláneos	30.3	16.1
<b>Total</b>	<b>188.3</b>	<b>100.0</b>

Fuente: Banco Central de Chile.

<sup>a</sup>Los aumentos de capital de trabajo se han incluido en la clasificación del giro de las empresas.

acuerdo bilateral; sin embargo, no se trata de conversión de la deuda externa.

Hasta febrero de 1987 se realizaron operaciones en virtud del capítulo XVIII por un monto de 594 millones de dólares y del capítulo XIX por 441 millones, a lo que podría sumarse la capitalización de deudas al amparo del DL 600 que se encuentran estancadas. Las empresas transnacionales han preferido comprar deudas ajenas por precio inferior, manteniendo las suyas vigentes. Las operaciones realizadas por esta vía se han utilizado para la compra de empresas y cerca de la mitad ha correspondido a fondos de pensiones y seguros (cuadro 5), incluyendo en la clasificación el capital de trabajo.

Algunos consultores financieros y bancos extranjeros han señalado la posibilidad de establecer en Chile un fondo mutuo internacional con el propósito de atraer recursos de las compañías de seguros, fondos de pensiones y otros inversionistas institucionales que buscan invertir en carteras seleccionadas (*El Mercurio*, 20 de marzo de 1987). Paralelamente se prevén aportes para la inversión de esos fondos mediante operaciones del capítulo XIX con pagarés de la deuda externa (*La Epoca*, 17 de junio de 1987). Esas entidades no podrían poseer más del 5% del capital social de un mismo emisor ni sus inversiones en una

empresa superar el 10% del activo del Fondo. Las remesas de utilidades estarán afectas a un impuesto único a la renta del 10%.

c) *México*

En abril de 1986 se inició el programa mexicano de capitalización. Los inversionistas extranjeros pueden adquirir deuda externa del sector público con descuento en el mercado secundario y cambiario, a la tasa de cambio oficial en pesos, para aplicarla a las inversiones permitidas. También puede ser canjeada por pagarés del Tesoro mexicano que se transan en el mercado para obtener moneda local.

La deuda es redimida al 70%-100% de su valor nominal, según el fin a que se dediquen los pesos obtenidos de la transacción. Los fines permitidos incluyen la compra de empresas que están siendo privatizadas; nuevos aportes de capital denominados en pesos; repago de préstamos en pesos a los bancos nacionalizados de México; prepago de obligaciones de Ficorca<sup>2</sup> en pesos, y pagos a los proveedores nacionales. La prioridad más alta y por lo tanto los menores descuentos corresponden a la venta de las empresas estatales seleccionadas y a las inversiones nuevas o las ampliaciones de capital que generen exportaciones, reduzcan importaciones, creen fuentes de trabajo o estén localizadas en zonas especiales (*World Financial Markets*, agosto de 1986, pp. 11 y 12). Los fondos no pueden ser utilizados para capital de trabajo, salvo que éste sea el apoyo de un programa de mayor capitalización (*Business Latin America*, 1 de agosto, pp. 270 y 271).

Aunque las empresas mexicanas no pueden en principio optar al programa, ya en dos casos los contratos han sido suscritos por conducto de subsidiarias de empresas mexicanas en el extranjero (*Financial Times*, 5 de enero de 1987). Recientemente se ha confirmado que podrán participar las firmas locales dándose prioridad a las empresas exportadoras primero y luego a las maquiladoras y a las de turismo. Las operaciones de 1987 no superaron los 1 200 millones de dólares (*Business Latin America*, 9 de febrero de 1987, y *The Economist*, 7 de marzo de 1987).

Para todas las operaciones se exige la autorización del Ministerio de Hacienda y del Consejo Nacional de Inversión Extranjera. Una vez apro-

<sup>2</sup>Mecanismo de seguro de cambio del Banco de México.

ba da la conversión, la operación del proyecto tiene una complejidad adicional. Los montos resultantes en moneda local se despositan en la Tesorería y son desembolsados directamente a los proveedores, acreedores y contratistas respectivos contra la presentación de la documentación correspondiente.

Las inversiones aprobadas no pueden garantizar utilidades no relacionadas con sus niveles de ingreso y ganancias efectivas y las condiciones de la conversión del instrumento no pueden ser más favorables que las del préstamo original (FMI, 1986). La remesa de utilidades en los primeros cinco años no puede superar los intereses de la deuda original. El capital no puede repatriarse antes de 12 años (*Business Latin America*, 20 de abril de 1987).

El programa mexicano se suspendió en febrero de 1987 por la falta de progreso en la renegociación de la deuda externa. La mitad de los 60 bancos (mayoritariamente de Estados Unidos) que se han negado a comprometer nuevos fondos en la renegociación no podrán participar en el programa de conversión (*Business Latin America*, 18 de marzo de 1987). Por otra parte, para mitigar el impacto inflacionario del programa, se ha limitado a 100 millones de dólares por mes (*América Economía*, N° 4, 1987, p. 28).

#### d) Costa Rica

En agosto de 1986 se inició el programa de capitalización de Costa Rica que comprende franquicias para la inversión en sectores prioritarios, como los que generan exportaciones no tradicionales, el turismo y las nuevas zonas libres en que se están desarrollando negocios de armadura para la exportación. Las primeras inversiones correspondieron a la industria bananera, al sector financiero y al cultivo de flores (*South*, diciembre de 1986). El Banco Central estudia caso por caso y paga hasta 70% del valor nominal; los bonos emitidos se venden con descuento. No hay restricciones sobre la remesa inmediata de utilidades. La repatriación del capital sólo puede iniciarse después de un período equivalente a los plazos de la deuda original (*Business Latin America*, 20 de abril de 1987). Se ha señalado la posibilidad de establecer un plan de compra de pagarés de la deuda externa costarricense con un descuento de 25% (inferior al comercial) para proyectos de conservación forestal (Umaña, 1987). Hasta mayo de 1987 se habían cursado operaciones por 83 millones de dólares y no se preveían por el momento nuevas operaciones.

#### e) Filipinas

El programa de conversión de Filipinas fue reglamentado en detalle en agosto de 1986 y está abierto a los inversionistas locales y extranjeros. Casi toda la deuda pública externa y la mayor parte de la privada pueden ser comercializadas. Los pagarés son canjeados por el Banco Central a la tasa oficial de cambio, siempre que el producto sea empleado para inversiones en sectores selectos de la economía, cada uno de los cuales tiene su prioridad.

Entre los sectores que reciben tratamiento preferencial figuran las industrias que producen bienes exportables y también el sector agrícola, la construcción y los servicios de salud y educación. En estos sectores no hay restricciones para la remesa de utilidades y el capital puede repatriarse en cuotas después de los tres primeros años. En los demás sectores de la economía las condiciones son diferentes. El Banco Central cobra 10% —y no 5%— sobre el valor de la operación; la remesa de utilidades puede hacerse sólo después de cuatro años y la repatriación de capitales no puede iniciarse sino hasta el sexto año. Además estas inversiones exigen nuevos fondos por el equivalente del 10% del valor de la deuda convertida.

El Banco Central ha recibido solicitudes por 220 millones de dólares pero hasta octubre de 1986 sólo habían sido aprobadas 19 operaciones, por 33 millones de dólares (*Euromoney*, febrero de 1987).

Por otra parte, se ha señalado que el capital del sistema financiero comercial y de las 50 firmas más grandes del país suma unos 6 000 millones de dólares o algo menos que una cuarta parte de la deuda. La conversión podría así causar una extranjerización de la economía.

Filipinas ha propuesto hace poco otro sistema de conversión: los pagarés de inversión filipinos. Se ofrece a los bancos la opción de convertir el margen sobre la tasa LIBOR de sus pagos de intereses en estos pagarés en vez de dinero. Se trata de títulos de la deuda externa en dólares, sin intereses, con un plazo de vencimiento de seis años (*The Economist*, 14 de marzo de 1987).

#### f) Ecuador

A principios de diciembre de 1986 la Junta Monetaria dictó la resolución 395/86 en la que aprueba un sistema de capitalización que se limita a la deuda externa privada que fue "sucretizada" en 1986 en un programa que luego fue incorporado a la consoli-

ción de la deuda externa ecuatoriana con los bancos en agosto de 1986. Su monto máximo es de 1 346 millones de dólares (*Expreso*, 5 de diciembre de 1986).

Los interesados nacionales o extranjeros podrán comprar pagarés, los que serán adquiridos por el Banco Central a su valor nominal menos una comisión. El Banco Central entregará moneda local al agente que efectuará la inversión de capital, cancelándose la deuda privada. En este programa no habrá monetarización: se cruzarán créditos contra deudas por valor equivalente. El Banco Central se eximirá de extender nuevos créditos para reemplazar los pagados mediante capitalización (*Análisis Semanal*, 19 de diciembre de 1986).

A la firma de cada contrato se especificarán los límites de remesa de utilidades y de repatriación de capitales (*Business Latin America*, 5 de diciembre de 1986). No podrán remitirse utilidades hasta el quinto año ni repatriar capital durante 12 años (*Business Latin America*, 20 de abril de 1987). El capital no podrá repatriarse en un plazo inferior al de la tabla de amortización que consta en el acuerdo de consolidación de la deuda externa.

La operación resulta singularmente atractiva para los bancos y financieras que tengan que mejorar su relación de endeudamiento. No hay otras restricciones sino las que rigen para la inversión extranjera. La resolución 395/86 indica la posibilidad de establecer sectores prioritarios, pero no se sabe si se hará con reglamentación o por decisiones particulares. Sin embargo, en el acuerdo de capitalización hay un criterio de selectividad intrínseco. No es aplicable a la constitución de empresas nuevas sino que sólo a la conversión de deuda en capital: allí donde no hay deuda no podrá haber conversión. La primera operación de conversión se cursó a fines de marzo de 1987.

#### g) Venezuela

El decreto 1521 de 1987 regula la conversión de la deuda pero deja varios aspectos en blanco, los que probablemente se aclararán al aplicar el decreto. La conversión podrá efectuarse mediante la capitalización de créditos externos, la conversión de deuda pública externa en inversión extranjera y la conversión de deuda pública externa en inversión nacional. Esta última estará en manos de una comisión especial de la que actuará como secretario ejecutivo el superintendente de inversiones extranjeras. Los in-

teresados deben comprometerse a no remitir utilidades por más de 10% del capital durante tres años; el capital no podrá repatriarse durante los primeros cinco años y durante los ocho años subsiguientes el porcentaje máximo de repatriación será de 12.5%; después de 13 años no hay restricciones de repatriación.

Las conversiones en inversión extranjera podrán ser autorizadas cuando ésta se destine a la sustitución de importaciones, al fomento de la exportación o a la prevención de la quiebra de empresas o cuando se oriente a los sectores de agricultura y agroindustria, obras de infraestructura vial y ferroviaria, actividad turística, construcción de viviendas sociales, transporte interno, bienes de capital, productos químicos y petroquímicos, electrónica e informática, biotecnología y aluminio y su transformación. Podrán aprobarse otros sectores.

Autorizada la conversión, el Banco Central comprará al inversionista créditos representativos de deuda pública externa y le proveerá de moneda local con la que podrá realizar la inversión autorizada. Como alternativa, el Banco Central podrá entregar títulos de deuda pública interna. El valor de compra o garantía de los pagarés será el nominal si bien podrán establecerse descuentos.

Para la conversión de la deuda pública externa en inversión nacional el Banco Central podrá adquirir pagarés de las empresas públicas pagándolas en efectivo o con bonos al tipo de cambio que se determine. Por último, para la capitalización de créditos externos en empresas deudoras regirá el decreto 1200 que reglamenta las inversiones extranjeras en general.

Condición general para la compra por el Banco Central de pagarés de deuda pública externa es que se conviertan en deuda interna en condiciones financieras iguales o mejores para el deudor.

Con la misma fecha el Ministerio de Hacienda y el Banco Central elaboraron un convenio cambiario que fijó el cambio para las tres operaciones en 14 4925 bolívares por dólar (*Latin America Weekly Report*, 11 de junio de 1987).

#### h) Honduras

En junio de 1987 el Gobierno de Honduras aprobó una operación de conversión de la deuda externa por seis millones de dólares. El Banco Central canjea los pagarés por moneda local al 100% de su valor nominal. La moneda local se deposita en

bancos nacionales y puede aplicarse solamente al financiamiento de los costos locales de la inversión.

Al sistema pueden optar proyectos de exportación, en cuyo caso las divisas que se utilicen para remitir utilidades deben corresponder a los ingresos por exportaciones de la empresa respectiva. También pueden incluirse proyectos de beneficio importante para el país, incluso probablemente la privatización de algunas empresas públicas (*Latin America Weekly Report*, 11 de junio de 1987).

#### i) Argentina

En mayo de 1987 Argentina estableció un programa de conversión de la deuda pública externa cuya principal característica es el requisito de la inversión de nuevos fondos, que deben equivaler como mínimo al 100% del valor nominal de la deuda que ha de ser convertida.

Existe la posibilidad de integrar el dólar a través de una colocación directa de la divisa, un préstamo a seis años plazo o aplicando Bonex'87 al 96% de su valor nominal. En todo caso se integra un dólar del exterior en forma directa, pero existen otros sistemas menos rígidos para incluir el dólar adicional. Puede integrarse sólo el 50% de los fondos nuevos a través de capitales depositados en el fondo de inversión o préstamos que se obtengan de la Corporación Financiera Internacional. El mecanismo admite integrar los nuevos fondos con divisas que se gastan en la importación de bienes y equipos de inversión.

La evaluación y selección de las conversiones solicitadas se hará por licitación pública y se otorgará puntaje a los diversos proyectos conforme a la relación entre los nuevos fondos requeridos y la deuda por convertir. Se premiarán las propuestas que ofrezcan un mayor aporte de dólares.

El agente deberá comprometerse a aplicar la moneda local en la adquisición de equipos, construcción de fábricas u otras obras que aumenten la capacidad productora y la oferta neta de bienes. También se considerarán propuestas de inversión orientadas a aumentar la eficiencia y la productividad y el aumento de la oferta de servicios, sobre todo los que fortalezcan la balanza de pagos. No se permiten inversiones en el mercado accionario financiado por la conversión ni el pago de privatizaciones o de inversiones conforme al Plan Houston (petróleo).

La conversión sólo opera con divisas ya blanqueadas por otros mecanismos y está prohibido utilizarlas para transferir activos existentes. Aún en

estudio esta la posibilidad de utilizarla para cancelar préstamos obtenidos por líneas de recuento del Banco Central (*El Clarín, ed. int.*, 1 a 7 de junio de 1987).

Para los inversionistas extranjeros será condición previa la aprobación de la inversión de conformidad con la ley de inversiones extranjeras de 1980. No se aceptarán propuestas que impliquen traslado de conjuntos accionarios que afecten la seguridad interna o que tengan por objeto aumentar la oferta de sectores económicos que deben racionalizarse.

El plazo administrativo para aprobar los proyectos antes de la licitación de los cupos es de 45 días.

El ingreso de los fondos adicionales deberá preceder a la conversión o coincidir con ella para proyectos de hasta un millón de dólares y en los demás casos se efectuará conforme al cronograma aprobado. El inversionista debe depositar una garantía en el banco local interviniente o bien ofrecer una fianza bancaria; el mismo banco será el encargado de participar en todas las etapas de la licitación y del programa en general.

Una vez constituido el depósito—equivalente a un 3% anual sobre el saldo insoluto de fondos adicionales— el Banco Central convertirá las obligaciones en moneda local a los precios aceptados. El tipo de cambio utilizado será el de cierre comprador del Banco de la Nación Argentina a la fecha. El monto resultante será depositado en el banco local interviniente y la obligación convertida se extinguirá.

La liberación de los depósitos por el banco será en conformidad con el programa acordado y las garantías se liberarán en proporción equivalente al porcentaje convertido del total de la operación. El mismo banco informará al Banco Central del cumplimiento de la operación.

En caso de incumplimiento en un plazo de 60 días el inversionista perderá la garantía. Si el incumplimiento es parcial, la pérdida también lo será. Si no ingresaran los fondos adicionales se pierde la garantía total, así como el derecho de efectuar el resto de las conversiones comprometidas. Además se establecen sanciones.

El banco interviniente también controlará la aplicación del depósito del proyecto. Los fondos adicionales deberán ingresar según un cronograma propuesto por el inversionista y se aplicarán al proyecto en la proporción que sirvió de base para la adjudicación. El banco efectuará también las certificaciones, la comprobación y las verificaciones nece-



sarias para asegurar la aplicación correcta y oportuna de los fondos al proyecto de inversión aprobado.

El programa prevé inversiones cercanas a 4 000 millones de dólares en cinco años, de los cuales la mitad será financiada por la conversión y la otra mitad por el ingreso de fondos adicionales del exterior, ya sea como inversión de capital o como préstamos a mediano y largo plazo.

#### j) Otros países

Un caso particular de canje ha sido establecido por el Perú, país que ha iniciado negociaciones para cambiar pagarés de deuda externa por productos. Dos tercios de las exportaciones no tradicionales pueden ser pagadas con divisas y el tercio restante se cancela con pagarés de la deuda externa peruana. En diciembre de 1986 se efectuó una operación por 20 millones de dólares en la que un banco de los Estados Unidos aceptó espárragos y minerales en vez de divisas (*Latin America Weekly Report*, 9 de abril de 1987).

El gobierno de Bolivia ofreció oficialmente al banco que encabeza el comité para ese país comprar con un descuento de 90% los 671 millones de dólares que adeuda a 128 bancos comerciales. (*Latin America Weekly Report*, 9 de abril de 1987 y *Business Latin America*, 25 de mayo de 1987.) Recientemente se ha señalado que se estarían efectuando operaciones de recompra de la deuda pública con un descuento de 75% (*América Economía*, N° 4, 1987).

Jamaica ha anunciado su intención de establecer un programa de conversión en capital de la deuda externa con los bancos comerciales hasta por 100 millones de dólares. Esas operaciones podrán aplicarse a inversiones nuevas en fábricas y hoteles (*The Journal of Commerce*, 25 de mayo de 1987).

En Colombia se ha insinuado la posibilidad de iniciar un programa de capitalización utilizando la deuda bancaria, ya que el descuento sobre el resto de la deuda de ese país no sería suficiente para impulsarlo (*Business Latin America*, 22 de septiembre de 1986).

En la República Dominicana se explora la posibilidad de permitir conversiones de deuda a capital. En Guatemala se espera pronto dar a conocer un plan de conversión de deuda en capital, sobre todo respecto de los bonos de estabilización que serán exigibles en 1988 y 1989.

En Nigeria los pagarés sobre compromisos impagos no asegurados pueden ser redimidos en moneda local en las condiciones que acuerden los tenedores y el Banco Central. Si se concreta la inversión a largo plazo aprobada con el producto de esa operación será tratada como si se hubiera efectuado en divisas para los efectos tributarios de remesa de utilidades y repatriación de capitales (*International Capital Markets*, diciembre de 1986).

### 3. Otros acontecimientos

#### a) La corporación japonesa en las Islas Caimán

Los 28 principales bancos japoneses acreedores de América Latina han establecido una empresa —la JBA Investment Inc.— en el paraíso fiscal de las Islas Caimán para comprar con descuento pagarés de su propia deuda. El descuento lo establece el Centro Japonés para las Finanzas Internacionales, entidad semiestatal creada para analizar la situación de los países tenedores.

Los bancos pueden descontar de sus impuestos las pérdidas de capital resultantes. El organismo, por su parte, se reserva el cobro del capital y de los intereses en sus condiciones originales; los montos recibidos se distribuyen como utilidades a los bancos (*Euromoney*, abril de 1987).

La JBA Investment iniciará sus actividades adquiriendo pagarés mexicanos, los que corresponden a 13 000 millones de los 36 000 millones de dólares adeudados por la región a los bancos japoneses.<sup>3</sup> El primer objetivo del organismo sería la venta de los préstamos concedidos a México en 1983, por 830 millones de dólares. Posteriormente la operación continuaría con otra deuda pública de ese u otro país.

Entre las consecuencias posibles de esa iniciativa figuran las siguientes:

— Aumenta la presión para crear un sistema multilateral del mismo tipo, por ejemplo, mediante el establecimiento de una filial del Banco Mundial especializada en la compra con descuento de la deuda del Tercer Mundo. (*Business Latin America*, 25 de mayo de 1987.)

— Los bancos japoneses son acreedores muy importantes de la región y una operación en gran escala

<sup>3</sup>De mayor a menor la deuda de otros países con la banca japonesa es la siguiente: Brasil 11 000 millones; Argentina 5 500 millones; Venezuela 4 300 millones; Chile, 1 800 millones.

en este mercado afectaría la unión de los acreedores, tantas veces contrastada con la desunión de los deudores.

— La tasa de descuento que ese organismo aplique en la venta de la deuda o se ceñirá a las del mercado secundario o, lo que es más probable, será distinta, en cuyo caso el mercado actual se verá fuertemente afectado.

— A mediano plazo el organismo japonés podría iniciar otro tipo de actividades, como operaciones de conversión de la deuda, e incluso desempeñar un activo papel en los trámites de renegociación de la deuda.

— Mejora la capacidad de competencia de los bancos japoneses en un sentido adverso al Plan Baker, ya que facilita el desligamiento de los bancos en relación con América Latina.

— Posiblemente, aumente la inversión directa del Japón en América Latina.

#### b) Fondos mutuos

La Corporación Financiera Internacional (subsidiaria del Banco Mundial) pretende instar a los países deudores a abrir un mercado accionario para la inversión extranjera y a establecer fondos mutuos nacionales en que puedan realizarse inversiones ex-

tranjeras. Persisten las dudas sobre quién debería manejar los fondos, los impuestos aplicables y el tipo de acciones que podrían adquirirse por este fondo (*The Economist*, 7 de marzo de 1987).

Como se señaló, en Brasil y Chile se estudia la posibilidad de permitir la conversión de deuda en fondos mutuos especiales destinados a inversiones en el mercado accionario.

#### c) Operaciones de conversión al margen de los programas oficiales

Por último, cabe señalar que, además de los programas de convenios iniciados y apoyados por las autoridades económicas de los países deudores, algunos bancos acreedores han cambiado pagarés por capital en operaciones privadas (FMI, 1986). La mayor hasta ahora corresponde a México.

A fines de abril se esperaba la autorización para una operación de conversión de deuda en capital entre el Grupo Industrial Alfa—la principal empresa privada nacional— y los bancos acreedores, que fue acordada en diciembre de 1986. La operación incluirá una deuda externa de 920 millones de dólares a cambio de 45% de las acciones del Grupo, más 25 millones de dólares en efectivo y la compra de 200 millones de dólares de deuda pública (Council of the Americas, 1987 y *Financial Times*, 10 de abril de 1987).

## III

### Una evaluación provisional

#### 1. La balanza de pagos

Puede analizarse desde diversos puntos de vista si conviene o no a la balanza de pagos el sistema de conversión. Cabría preguntarse en primer lugar sobre la ventaja de pagar por anticipado una deuda cuyo servicio normal ha sido suspendido o restringido por varios países que representan una proporción importante del volumen de la deuda. Los bancos han ido aceptando poco a poco la posibilidad de condonaciones relativamente masivas. La deuda cancelada con conversión no podría aprovechar las alteraciones que sobrevinieran en las condiciones renegociadas.

La conversión reduce el monto de la deuda, lo que permite mejorar ligeramente la posición nego-

ciadora del país con sus acreedores, pero no cabe hacerse ninguna ilusión sobre el pronto restablecimiento de la corriente de capitales hacia América Latina. Rebajar la deuda no creará una nueva oferta de crédito y en este sentido, no resulta redituable.

Desde otro punto de vista, la operación no representa una solución global del problema de la deuda, ni nadie lo ha planteado de ese modo. Basta con comparar la magnitud de la inversión extranjera directa acumulada en la región—60 000 millones de dólares a fines de 1985— con la deuda de ese año que alcanzaba los 368 000 millones. Se necesitaría sextuplicar el actual volumen de la inversión extranjera para que ésta pudiera acercarse al de la deuda aunque, claro está, la relación bajaría al aplicar descuentos a la deuda.

La conversión de la deuda reduce el monto de los intereses anuales, lo que es positivo para la balanza de pagos nacional. Sin embargo, hay también dos efectos opuestos, que pueden disminuir —o aun invertir— ese resultado. La reducción de la deuda que implica la conversión se ve contrarrestada por la baja de la inversión extranjera real que causa esta inversión ficticia; debe recordarse que no hay ingreso de divisas. Por otra parte, la inversión genera obligaciones a futuro que incluyen remesas y repatriaciones, las que podrían ser mayores que el pago original de intereses aunque con una postergación. En la medida en que los precios de compra de los activos correspondan a un período recesivo —en que éstos son los que ofrecen la mejor posibilidad de inversión— es muy factible que la rentabilidad del capital convertido pueda ser más alta que el tipo de interés a mediano plazo. En definitiva, el efecto neto de la conversión sobre la balanza de pagos del país no es ni simple ni positivo. El control que los bancos lleguen a ejercer sobre los activos reales probablemente se transformará a largo plazo en repatriación de capitales ya que los bancos no desearán mantener esos activos por un plazo indefinido.

Por último, el hecho de que los pagarés se paguen con descuento encubre una paradoja: la conversión frena el alza de la tasa de descuento para los pagarés y en algunos casos pareciera haber invertido su tendencia. La tasa de descuento no sube más —o incluso cae— por efecto de la voluntad de los países de pagar la deuda a ese nivel.

## 2. La inversión extranjera directa

Con el decaimiento de la inversión extranjera directa en la región, así como las sombrías perspectivas que ofrece, sería útil contar con un incentivo eficaz que la atrajera.

Hay que sopesar cuidadosamente si conviene desatender el efecto positivo que ejerce la inversión extranjera directa sobre la economía regional en aras de un mejoramiento insignificante en la situación de la deuda externa. El sistema de conversión debe evaluarse en el contexto de una política nacional para la inversión extranjera, pues de otro modo sólo se trataría con otra rúbrica de una liberalización y abaratamiento de esa inversión; la generalización del sistema de capitalización sería un elemento más en el proceso de reducción de las restricciones a la inversión extranjera que se da en América Latina,

proceso que seguramente dejó hace mucho tiempo de ser eficaz como incentivo.

En la medida en que el régimen de la conversión no se plantee objetivos óptimos de inversión puede ser utilizado con fines muy diversos, incluso para obtener capital de trabajo o reemplazar créditos locales. No toda transferencia de activos se traduce en una mayor capacidad de producción en la economía nacional, ni en todos los sectores económicos es igualmente ventajosa la inversión extranjera. Incluso podría estarse estimulando operaciones innecesarias, que no aumentan la inversión nacional, como la compra de activos para una reventa posterior, todo en condiciones menos explícitas que antes. El efecto cuantitativo de desviar la inversión podría tener connotaciones cualitativas desfavorables.

Si a las corrientes resultantes de la conversión se les otorgan los beneficios de la inversión extranjera directa, se crea una situación paradójica. Una operación en divisas realizada en el exterior, como resultado de la cual se compran activos locales con moneda nacional barata y con descuento, otorga derechos equiparables a los de una operación con capital de riesgo en divisas ingresadas efectivamente al país y que aumenta a corto plazo la capacidad nacional de producción.

La conversión puede llegar a ser un subsidio para una inversión desplazada, que se habría realizado de todos modos sin ella (FMI, 1986). Hay un subsidio implícito cuando una empresa transnacional con  $x$  millones de dólares compra  $x/3$  millones en pesos para invertir hoy y remesar mañana desde la región.

Desde otro punto de vista, esta situación se centra en un componente de la inversión extranjera directa —el capital—, pero hace caso omiso de otros, como la tecnología y la capacidad exportadora.

La deuda externa de las empresas transnacionales en la región llegó a 38 100 millones de dólares de los cuales 17 000 millones eran a largo plazo y 5 300 millones correspondían a compromisos con sus matrices (cuadro 6). Es interesante destacar, sin embargo, que, a juzgar por la información disponible, las empresas transnacionales prefieren pagar íntegramente sus deudas y comprar otras baratas.

Salvo casos especiales —como la inminencia de quiebra de empresas viables— la compra de activos existentes por las empresas transnacionales no es de gran beneficio. Además puede fomentar la especulación con el precio de los activos.

Cuadro 6

**DEUDA ESTIMADA DE LAS FILIALES DE  
EMPRESAS TRANSNACIONALES DE  
ESTADOS UNIDOS, 1977 Y 1982**

*(Miles de millones de dólares)*

	Valor	
	1977	1982
I. Deuda externa	21.8	38.1
a) Largo plazo	7.3	16.9
Con las matrices	1.5	5.3
Con otros extranjeros	5.8	11.5
b) Corto plazo	14.5	21.3
Con las matrices	5.3	11.0
Con otros extranjeros	9.2	10.3
II. Deuda con entidades del país receptor	30.9	47.8
a) Largo plazo	1.9	4.3
b) Corto plazo	29.0	43.5
<b>Total deuda I + II</b>	<b>52.7</b>	<b>86.0</b>

*Fuente:* Estimaciones del Centro de las Naciones Unidas, sobre Empresas Transnacionales, *Foreign direct investment in Latin America: recent trends, prospects, and policy issues*, UNCTC Current Studies, Series A, N° 3, Nueva York. Publicación de las Naciones Unidas N° de venta: 86.II.A.14, 1986.

### 3. Repatriación y blanqueo de capitales

Cuando se trata de la vuelta de capitales fugados o el blanqueo de capitales, hay un ahorro positivo en el pago de intereses, sin el defecto de pérdida de divisas en los pagos de la deuda ni en las remesas posteriores. Además, el Banco Central puede reservar para sí parte del descuento cuando hay tal política. La repatriación de capitales es un elemento positivo evidente.

Sin embargo, hasta donde se pueda apreciar por la información disponible y aunque haya que esperar la información pertinente para formarse un juicio definitivo, no se está produciendo una repatriación masiva de capitales como resultado de la conversión. Por otra parte, el éxito del sistema puede llevar a nuevas fugas o movimientos en redondo, es decir, la traída de capitales fugados para volver a ponerlos en operación y sacarlos otra vez del país.

El sistema implica aprovechar la repatriación de capitales para pagar la deuda externa por adelantado que de otra manera quizá se habría re-

negociado a largo plazo. Existen otros usos para ese capital y que son prioritarios para el desarrollo nacional (Arellano y Ramos, 1986).

Desde otro punto de vista, la conversión brinda una nueva posibilidad rentable a empresas que cometieron algún acto ilegal en algunos casos o perjudicial para el desarrollo nacional en otros. Se ha dicho, quizá con ironía, que una de las ventajas de la conversión de la deuda en inversión extranjera sería de que "al ver a los extranjeros comprar empresas locales, los financistas nacionales podrían convenirse de las bondades de invertir en el propio país en vez de remitir sus fondos al exterior" (*Fortune*, 18 de agosto de 1986) con lo cual se podría detener la fuga de capitales.

Desde un ángulo quizás extraeconómico, cabe preguntarse por qué debe premiarse a los dueños de activos en el extranjero con ganancias de capital, mientras que, con el mismo objetivo —el pago de la deuda externa como variable principal de la política económica— se reducen los salarios reales y el gasto público, en perjuicio del bienestar de la mayoría de la población.

### 4. Finanzas locales

Una ventaja de la capitalización es que el pago de la deuda se efectúa en moneda local y no en divisas. Sin embargo, representa un pago anticipado de la deuda y cabe preguntarse si se justifica en las actuales condiciones de la mayoría de las economías latinoamericanas; el pago se basa en ahorro o capital nacionales, que se abstraen de otras posibilidades de uso. Por esta vía pueden producirse efectos especulativos o de mejoramiento efímero con relación a los activos, así como juegos malabares de ganancias patrimoniales entre los agentes económicos (Dornbusch, 1986a).

Desde otro punto de vista, si la conversión implica aumentar la oferta de dinero se podría fomentar la inflación. "Si un acreedor extranjero canjea su crédito sobre la entidad en el país deudor por participación accionaria en la misma entidad no hay flujo de fondos y las condiciones monetarias no se ven afectadas. Si, por otra parte, se pagan fondos locales por la deuda externa canjeada, la liquidez interna normalmente aumentará, si bien la expansión monetaria puede ser limitada de diversas maneras" (*World Financial Markets*, septiembre de 1986). Una de ellas es la aplicación de cupos o cuotas periódicas.

Si los pagarés se canjean por bonos que se convierten en moneda local en el mercado secundario, el sistema no tendrá el mismo efecto inflacionario, siempre y cuando el volumen transado sea relativamente pequeño en relación con la base monetaria nacional. Por otra parte, el programa puede ejercer un efecto inflacionario si la autoridad económica no intenta o no puede neutralizar el impacto monetario de la conversión. Si los pagarés son canjeados directamente por moneda local en el Banco Central la autoridad monetaria debe reducir la oferta monetaria por un monto equivalente para evitar una expansión de la base monetaria.

En ausencia de alicientes claros que orienten el proceso hacia la inversión, su efecto predominante puede ser la cesión de recursos presupuestarios al sistema financiero que maneja estos canjes, los cuales, en última instancia, se convertirán sencillamente en una forma de financiación y no en un estímulo a la inversión auténtica, la cual puede fomentarse con medios mucho mejores y aplicados más precisamente (Dornbusch, 1986b).

Desde el punto de vista fiscal, es posible que la deuda interna en que se incurra para redimir los pagarés devengue intereses mayores que los de la deuda externa original. Por otra parte, puede darse un efecto de expulsión fuera del mercado financiero local.

Por último, una consideración de interés es el efecto de las operaciones de conversión sobre el tipo de cambio, sobre todo en lo que toca al margen entre

el valor oficial y el paralelo. Este dependerá de la demanda creada por las operaciones de conversión y de la oferta de divisas en el mercado negro, no fugadas, pero tampoco oficiales.

#### 5. Control extranjero sobre la economía nacional

De estimarse deseable la inversión extranjera directa, será inevitable aceptar una pérdida relativa de autonomía económica, la que en una situación óptima se verá compensada por otras ventajas. El crecimiento de la inversión extranjera directa por efecto de la conversión puede analizarse por el prisma de la acumulación de esa inversión en toda la historia de América Latina, monto que llega a 60 000 millones de dólares. Las operaciones potenciales de conversión podrían totalizar 20 000 millones de dólares en el lapso de pocos años, lo que da una idea de la magnitud de las transferencias eventuales de activos envueltas en ausencia de restricciones.

Sin embargo, no se trata sólo de un problema de cantidad, sino de calidad. La oferta de activos es hoy más indiscriminada —por la liberalización de políticas— y sus costos son menores, por la recesión. La demanda, por otra parte, es controlada en parte por empresas transnacionales, pero también por bancos transnacionales cuya administración de los activos es por definición transitoria. ¿Corresponde a una situación óptima que los bancos más grandes administren transitoriamente algunos de los mejores activos locales?

## IV

### Conclusiones y posibilidades futuras

Con la conversión se habría descubierto una forma de elevar la inversión nacional reduciendo la deuda externa del país, con beneficio para todos los sectores involucrados. Sin embargo, plantean problemas algunas modalidades tal cual se aplican actualmente.

Los bancos acreedores ganan con esta operación, porque liquidan una deuda insegura —de otra manera no venderían sus títulos con descuento— o canjean directamente sus activos financieros por activos reales. Al mismo tiempo siguen insistiendo en lograr la cancelación total del resto de la deuda.

Los residentes locales que blanquean capital se benefician también porque obtienen un precio en moneda local por sus dólares que supera al del mercado paralelo. Los inversionistas extranjeros lucran, porque financian con pesos baratos —por la diferencia entre el valor nominal y el pagado— la compra de activos reales a precios de recesión y sus operaciones obtienen algunas garantías de inversión extranjera. Los organismos multilaterales de crédito aprueban, porque el país deudor privilegia así la principal variable de real importancia para ellos, a saber, el pago de la deuda externa. El país trueca una deuda de

origen dudoso y de exigibilidad problemática, por una deuda cierta que se paga desviando fondos que podrían utilizarse para otros fines o traspasando activos reales a sus nuevos dueños, o abaratando su capital de trabajo.

Desde otro punto de vista, la conversión hace imposible la revisión o auditoría de la parte de la deuda externa que se capitaliza, al sobreponerle una transacción comercial que envuelve a terceros. Esto es de importancia en aquellos países en que se ha criticado la legitimidad de la deuda, aparte la eficiencia en su utilización.

En algunos casos se trata de una manera onerosa de reducir la deuda externa y que puede tener efectos colaterales de importancia. Para cumplir los objetivos que convienen al país —reingreso de capitales y aumento de la inversión extranjera productiva— deberían aplicarse políticas especiales que beneficiaran tanto a los países como a sus acreedores, basadas en el propósito de elevar la inversión extranjera en determinados sectores y no exclusivamente en reducir la deuda.

Es evidente también que los diversos sistemas de conversión presentan características muy diferentes. No da lo mismo que el producto de la conversión se aplique a fines directamente productivos, incorpore nuevos capitales, aumente la capacidad de producción y se oriente hacia sectores que generan exportaciones o que, por el contrario, sea de libre disponibilidad —incluso para fines especulativos—, no incorpore nuevos fondos y se concentre en la compra de activos existentes.

Resulta positivo cambiar obligaciones improductivas por posibilidades de inversión, sobre todo cuando el futuro de la inversión extranjera es incierto (Weinert, 1986/1987) pero la prueba de su beneficio para la nación no es su dinamismo, si son inadecuadas las condiciones iniciales.

Los principales bancos de los Estados Unidos han reconocido que las colocaciones riesgosas en el Tercer Mundo han perdido su valor de paridad. Sería pues necesario reconocer el valor de mercado de la deuda. La rebaja que se aplica a su precio oficial representa el valor de mercado de la deuda externa regional, pero se trata de un mercado de características particulares. ¿Por qué pagar más que el precio real de la deuda? Según el mercado secundario de los pagarés, ella tiene un valor inferior por lo menos en un tercio al valor oficial.

Desde otro punto de vista, es difícil comprender cómo los bancos acreedores de América Latina ganan dinero negociando pagarés a un precio, y exigen al mismo tiempo el pago de otros a precios más altos. Los acreedores bancarios no pueden seguir negociando el pago total de los intereses debidos y efectuando renegociaciones multilaterales con los gobiernos, mientras participen activamente en el mercado secundario de pagarés con descuento. Los organismos multilaterales y los gobiernos de los países centrales no pueden seguir insistiendo en el pago del valor nominal de la deuda y al mismo tiempo alabando el mecanismo de conversión.

Por otra parte, es importante destacar en qué condiciones es aceptable la conversión. En la conversión en inversión extranjera es preciso definir qué inversión extranjera se necesita. Para que se efectúe como corresponde debe ajustarse a una política selectiva y eficiente y no basarse en condiciones diferenciales para dar soluciones irreales. Podría exigirse un aporte de nuevo capital proporcional al de la conversión y alentarse la inversión en la producción de transables, restringiéndola en la intermediación financiera.

Las operaciones de conversión podrían estar a cargo de un Fondo Latinoamericano que dedicara el fruto de esas operaciones a inversión.

En lo que toca al capital que debe ser repatriado o blanqueado, French-Davis (1987) ha señalado que un volumen similar quizá podría obtenerse con la aplicación de una tasa preferencial, más un blanqueo de capitales aceptado directamente. De este modo el capital podría encauzarse hacia otros usos, más prioritarios para el desarrollo nacional.

Cabría quizá negociar con los países en que se han colocado los depósitos en el exterior, para que cambien el régimen impositivo que aplican a los depósitos de extranjeros. Como opina Dornbusch (1986b) sobre la política de los Estados Unidos en este aspecto: "Debe reconocerse que la fuga de capitales es en buena medida un problema creado por nosotros mismos. El gobierno, en un afán de financiar nuestros déficit a bajo costo, ha promovido el fraude impositivo internacional en escala sin precedentes. El único objetivo que cabe concebir para eliminar la retención tributaria sobre los activos de los no residentes en los Estados Unidos es el uso del sistema financiero como paraíso fiscal".

## Bibliografía

- Arellano, J.P. y J. Ramos (1986): *Capital flight in Chile*. Santiago de Chile. Inédito.
- Centro de las Naciones Unidas sobre Empresas Transnacionales (1986): *Foreign direct investment in Latin America: recent trends, prospects, and policy issues*, UNCTC Current Studies, Series A, N° 3, Nueva York. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: 86.it.A.14.
- Council of the Americas (1987): *Coping with crisis: U.S. investment and Latin America's continuing economic problems*. Nueva York.
- Dooley, Michael (1987): Market valuation of external debt, *Finanzas y desarrollo*, vol. 24, N° 1, marzo.
- Dornbusch, R. (1986a): artículo en *El cronista comercial*. Mar del Plata, Argentina, 21 de agosto.
- \_\_\_\_\_ (1986b): *The debt problem and some proposed solutions*. Cambridge, Mass.: Massachusetts Institute of Technology.
- Fondo Monetario Internacional (FMI) (1987): *Finanzas y desarrollo*, vol. 24, N° 1, marzo.
- \_\_\_\_\_ (1986): *International capital markets*, diciembre.
- French-Davis, Ricardo (1987): Debt-equity conversion, *The CTC reporter*, N° 23. Nueva York: Naciones Unidas.
- Moreira, Marcilio Marques (1986): declaraciones en *Time*, 13 de octubre.
- Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) (1987): *Financial statistics monthly*.
- Reed, John (1987): Declaraciones en *The Wall Street Journal*. Nueva York, 21 de mayo.
- Shearson, Lehmann Brothers (1987): Loan transactions group, *The economist*. Londres, 21 de marzo.
- Sistema Económico Latinoamericano (SELA) (1987): *Informe a la Reunión Ministerial de Coordinación Latinoamericana previa a la VII UNCTAD (SP/CL/XIII.0/Di N° 5)*, celebrada en San José de Costa Rica entre el 16 y el 20 de marzo de 1987. 30 de marzo.
- Sloakes, Christopher (1986): Getting rid of foreign debt. *Euromoney*. Londres, septiembre.
- Umaña, Alvaro (1987): Costa Rica swaps debts for trees, *The Wall Street Journal*. Nueva York, 6 de marzo.
- Weinert, Richard (1986/1987): Swapping Third World debt, *Foreign policy*, N° 65. Nueva York.