

Revista de la CEPAL

Secretario Ejecutivo
Gert Rosenthal

Secretario Ejecutivo Adjunto
Carlos Massad

Director de la Revista
Aníbal Pinto

Secretario Técnico
Eugenio Lahera



NACIONES UNIDAS
COMISION ECONOMICA PARA AMERICA LATINA Y EL CARIBE
SANTIAGO DE CHILE, AGOSTO DE 1991

SUMARIO

Reconversión industrial, apertura comercial y papel del Estado en Centroamérica. <i>Larry Wilmore y Jorge Máttar.</i>	7
Perspectivas sobre la equidad. <i>Marshall Wolfe.</i>	21
Actores sociales y ajuste estructural. <i>Eugenio Tironi y Ricardo A. Lagos.</i>	39
La selectividad como eje de las políticas sociales. <i>Percy Rodríguez Noboa</i>	55
El regreso de América Latina al mercado crediticio privado internacional. <i>Peter West.</i>	63
Conversión de la deuda externa en capital. <i>Michael Mortimore.</i>	87
Opciones para la reactivación latinoamericana en los años noventa. <i>Colin Bradford.</i>	109
Relación entre productividad media y productividad agrícola. <i>Gerardo Fujii.</i>	117
Los nuevos escenarios internacionales. <i>Ernesto Ottone.</i>	127
Contaminación industrial y urbana: opciones de política. <i>Hernán Durán.</i>	137
Inserción internacional e innovación institucional. <i>Fernando Fajnzylber.</i>	149
Orientaciones para los colaboradores de la <i>Revista de la CEPAL.</i>	179
Publicaciones recientes de la CEPAL.	180
Lista de publicaciones de la CEPAL.	183

Conversión de la deuda externa en capital

*Michael Mortimore**

El propósito de este artículo es ofrecer ciertas normas de orientación y mostrar experiencias en un campo que se ha caracterizado por una gran dosis de complejidad y confusión. Numerosas publicaciones económicas han esgrimido argumentos en favor de los programas de conversión de la deuda en capital, o capitalización de la deuda, generalmente desde una perspectiva macroeconómica simplificada y ortodoxa, que los justifica desde el punto de vista de la posibilidad de un doble beneficio: reducir la deuda externa existente (y por lo tanto su servicio futuro) y aumentar la inversión (y por lo tanto el crecimiento futuro) en los países en desarrollo que encaran el problema de la deuda. En este sentido, se sostiene a menudo que los programas de capitalización de la deuda prometen matar dos pájaros de un tiro. En este artículo se acepta que vale la pena luchar por estos dos posibles beneficios, pero se usa una perspectiva más amplia para intentar determinar a qué costo y en qué circunstancias puede obtener esos beneficios el país que pone en práctica este mecanismo. Un análisis de la experiencia de los principales países deudores que han llevado a cabo programas de conversión de la deuda en capital, haciendo hincapié en los aspectos centrales de cada programa más bien que en el sinnúmero de variados detalles, permite extraer algunas conclusiones importantes.

* Funcionario de la Unidad Conjunta CEPAL/CET sobre Empresas Transnacionales.

I El ámbito de la conversión de la deuda en capital

La conversión de la deuda en capital no ocurre en un vacío y no se la debe analizar en un vacío; más bien, debe examinarse en el ámbito de la crisis internacional de endeudamiento y, particularmente, del comportamiento de los bancos transnacionales (Mortimore, 1989 y CET, 1991). La conversión de la deuda en capital representa un mecanismo que es parte de un conjunto de alternativas para la conversión de la deuda (Business International Corporation, 1987 y 1988, y *The Economist*, 1987). Hasta la fecha, ha sido el mecanismo más importante desde el punto de vista del volumen de la deuda convertida, y ha cobrado especial vigor durante el período 1987-1990.

La conversión de la deuda se tornó fundamental cuando se hizo evidente para los deudores, las instituciones multilaterales, los gobiernos acreedores y, principalmente, los bancos transnacionales, que la fase de ajuste forzoso ante la crisis de endeudamiento no producía los efectos previstos. Los deficientes resultados derivados de la segunda fase del tratamiento de la crisis, conocida como el Plan Baker o la fase de ajuste con crecimiento, crearon graves fisuras en el bloque de acreedores, entre las instituciones multilaterales y los bancos transnacionales, entre ciertos gobiernos acreedores y los bancos transnacionales, y entre diferentes categorías y nacionalidades de bancos transnacionales. En este ámbito cabe señalar que la iniciativa Brady legitimó la reducción de la deuda como una nueva postura para la solución de la crisis internacional de endeudamiento a comienzos de 1989.

La iniciativa Brady, al centrarse en la reducción de la deuda, no hizo sino reconocer la realidad que "el mercado" había impuesto a la crisis. Como se muestra en los cuadros 1 y 2, los bancos transnacionales comenzaron a reducir su grado de exposición crediticia en los países fuertemente endeudados a partir de 1987, una vez que los descuentos en el mercado secundario sobre la deuda de esos países con los bancos transnacionales iniciaron un alza vertiginosa. Debe señalarse de paso que los principales deudores que posteriormente pusieron en práctica los programas de mayor envergadura de conversión de la deuda

Cuadro 1
EXPOSICION CREDITICIA DE BANCOS TRANSNACIONALES EN LOS PAISES MUY ENDEUDADOS, 1982-1989
(Miles de millones de dólares)

Países	Diciembre de 1982				Diciembre de 1986				Diciembre de 1989			
	<i>Con sede en EE.UU.</i>				<i>Con sede en EE.UU.</i>				<i>Con sede en EE.UU.</i>			
	Todos los que informan al BPI ^a	Con sede fuera de EE.UU. ^b	Todos ^c	Los 9 principales ^d	Todos los que informan al BPI ^a	Con sede fuera de EE.UU. ^b	Todos ^c	Los 9 principales ^d	Todos los que informan al BPI ^a	Con sede fuera de EE.UU. ^b	Todos ^c	Los 9 principales ^d
México	62.9	38.6	24.3	(13.1)	71.4	47.9	23.5	(13.5)	59.7	44.5	15.2	(11.3)
Brasil	60.5	38.5	22.0	(14.2)	67.3	43.7	23.6	(16.2)	60.9	43.7	17.2	(14.0)
Venezuela	27.5	16.3	11.2	(7.6)	26.9	18.2	8.7	(6.3)	23.1	16.4	6.7	(5.5)
Argentina	25.7	17.1	8.6	(5.6)	30.7	21.7	9.0	(6.4)	27.1	22.5	4.6	(3.6)
Filipinas	12.6	7.1	5.5	(3.8)	13.8	8.9	4.9	(3.6)	9.7	6.9	2.8	(2.3)
Chile	11.6	5.7	5.9	(3.2)	14.3	8.1	6.2	(4.0)	9.3	5.8	3.5	(2.7)
Yugoslavia	9.8	3.9	5.9	(3.7)	9.9	7.9	2.0	(1.3)	7.7	6.3	1.4	(1.1)
Nigeria	8.5	6.8	1.7	(1.3)	9.2	8.6	0.6	(0.5)	7.3	6.8	0.5	(0.4)
Colombia	6.3	2.6	3.7	(2.6)	6.1	3.9	2.2	(1.5)	6.3	4.5	1.8	(1.4)
Perú	5.4	2.9	2.5	(1.3)	4.6	3.4	1.2	(0.7)	3.1	2.9	0.2	(0.1)
Ecuador	4.5	2.4	2.1	(1.2)	5.2	3.2	2.0	(1.2)	4.1	3.2	0.9	(0.7)
Marruecos	3.9	3.2	0.7	(0.5)	4.7	3.9	0.8	(0.6)	4.6	4.0	0.6	(0.5)
Costa de Marfil	3.4	2.8	0.6	(0.5)	3.2	2.8	0.4	(0.3)	3.3	3.1	0.2	(0.2)
Uruguay	1.5	0.6	0.9	(0.6)	2.3	1.4	0.9	(0.7)	2.6	1.8	0.8	(0.6)
Costa Rica	1.3	0.8	0.5	(0.2)	1.4	1.0	0.4	(0.2)	1.0	0.9	0.1	(0.1)
Bolivia	0.9	0.5	0.4	(0.2)	0.6	0.5	0.1	(...)	0.3	0.3	(...)	(...)
Jamaica	0.5	0.3	0.2	(0.2)	0.5	0.4	0.1	(0.1)	0.5	0.4	0.1	(0.1)
<i>Total</i>	<i>246.8</i>	<i>150.1</i>	<i>96.7</i>	<i>(59.8)</i>	<i>272.1</i>	<i>185.5</i>	<i>86.6</i>	<i>(57.1)</i>	<i>230.6</i>	<i>174.0</i>	<i>56.6</i>	<i>(44.4)</i>

Fuente: Calculado por la Unidad Conjunta CEPAL/CET sobre Empresas Transnacionales, sobre la base de: Banco de Pagos Internacionales (BPI), *The Maturity and Sectoral Distribution of International Bank Lending*, diversos números, y U.S. Federal Financial Institutions Examination Council, *Statistical Release: Country Exposure Leading Survey*, diversos números.

^a Los bancos que informan al BPI son del Grupo de los Diez, más Austria, Dinamarca, España, Finlandia, Irlanda y Luxemburgo.

^b Calculado como la diferencia entre los valores de todos los bancos que informan al BPI y los de los bancos estadounidenses.

^c Abarcan 173 organizaciones bancarias de los Estados Unidos.

^d Los nueve principales son: Bank of America, Citibank, Chase Manhattan Bank, Manufacturers Hanover, Morgan Guaranty, Chemical Bank, Continental Illinois, Bankers Trust y First National Bank of Chicago.

en capital son, con la excepción parcial de Venezuela, precisamente aquellos países situados a la cabeza de la lista en lo que se refiere al grado de exposición crediticia de los bancos transnacionales en los países fuertemente endeudados.

En el cuadro 1 se presentan varias características importantes de la crisis de la deuda. Esta tuvo dos fases desde el punto de vista del grado de exposición crediticia global: el período 1982-1986, de mayor grado de exposición, especialmente para los bancos que no tienen su sede en los Estados Unidos, y el período 1987-1989, de menor grado de exposición, especialmente para los bancos regionales y los bancos más pequeños con su sede en los Estados Unidos. Es interesante observar que los nueve principales bancos de los Estados Unidos, que dominaban totalmente los comités de asesoramiento bancario que impulsieron la primera estrategia de la deuda a estos países (Mortimore, 1989, y CET, 1991), no aumentaron su propio grado de exposición en estos países fuertemente endeudados. En verdad, no lograron siquiera convencer a otros bancos pequeños de los Estados Unidos de que no se retiraran. Los bancos no estadounidenses proporcionaron la mayor parte de los recursos para la etapa de ajuste forzoso.

Cuando resultó evidente que el ajuste forzoso no daría lugar a una plena amortización y que la fase de ajuste con crecimiento no produciría crecimiento, los nueve bancos principales de los Estados Unidos demostraron ser tan expertos como los bancos pequeños en cuanto a reducir su exposición crediticia en estos países. Finalmente, la mayor exposición durante la primera fase se concentró en aquellos países que posteriormente pusieron en práctica los programas de conversión de la deuda en capital, en tanto que la reducción del grado de exposición durante el período 1987-1989 se generalizó en todos los ámbitos.

Quedó claro que los principales deudores que recibieron nuevos créditos destinados generalmente al pago de intereses pendientes (dinero nuevo) durante la primera fase de la crisis de endeudamiento correspondieron casi exactamente a los principales deudores que pusieron en práctica planes de conversión de la deuda en capital. Desde el comienzo los grandes deudores estuvieron sujetos a un fuerte condicionamiento

y a algún grado de manipulación por parte de los bancos transnacionales cuya sede está en los Estados Unidos.

En el cuadro 2 también aparece información que es fundamental para comprender plenamente los aspectos de la crisis de la deuda que constituyeron factores contextuales importantes de la iniciativa de conversión de la deuda en capital. Para los cinco deudores principales que llegaron a realizar los programas más importantes de esta modalidad de conversión de la deuda, el descuento original en el mercado secundario fue inicialmente muy similar, entre 26% y 40%, cuando empezaron a funcionar los primeros programas. Sin embargo, hacia fines de 1987, la situación cambió radicalmente (excepto en el caso de Chile), al registrarse fuertes descuentos en el mercado secundario para los valores de la deuda de Argentina y de Brasil, y haber aumentos considerables de los descuentos sobre la deuda de México y de Filipinas. Incluso los apreciados valores de la deuda chilena experimentaron un marcado descenso durante fines del período 1987-1989. En otras palabras, las condiciones iniciales semejantes en el mercado secundario para los deudores principales sufrieron posteriormente cambios que diferenciaron la situación de esos deudores. Dichos cambios afectaron en forma importante el comportamiento de los bancos transnacionales y de los propios deudores principales.

Es evidente que el comportamiento de los bancos transnacionales varió mucho según la situación a que se enfrentaba cada acreedor importante; sin embargo, el de los principales bancos de los Estados Unidos, que predominaban en los comités asesores de los bancos y que fueron los forjadores de la estrategia para la primera fase de la crisis de la deuda, fue fundamental para la creación del mecanismo de conversión de la deuda en capital como medio para abordar el problema. No fue por casualidad que estas importantes organizaciones bancarias llegaron a desarrollar un fuerte interés en el mecanismo de conversión de la deuda. En los comités asesores de los bancos transnacionales para los deudores principales, esos grandes bancos generalmente presidían las deliberaciones. Al mismo tiempo, representaban los intereses de los innumerables otros bancos estadounidenses con algún grado de exposición crediticia en esos países deudores

Cuadro 2
 LOS PRINCIPALES DEUDORES CON PROGRAMAS DE CONVERSION DE LA
 DEUDA EN CAPITAL: PRECIOS DE LOS PAGARES DE LA DEUDA CON LOS
 BANCOS TRANSNACIONALES EN EL MERCADO SECUNDARIO, 1986-1990
 (Porcentajes del valor original)

	Chile	México	Filipinas	Argentina	Brasil
Junio de 1986	67	59		65	74
Dicbre. de 1986	67	56	72	66	74
Junio de 1987	70	57	70	52	62
Dicbre. de 1987	61	51	50	35	46
Junio de 1988	60	51	52	25	51
Dicbre. de 1988	56	43	49	21	41
Junio de 1989	61	40	47	13	31
Dicbre. de 1989	59	36	47	13	22
Junio de 1990	65	45	52	13	24
Novbre. de 1990	73	43	49	17	26

Fuente: Departamento de Asuntos Económicos y Sociales de las Naciones Unidas, basado en los precios de oferta según Salomon Brothers, High Yield Department.

específicos. Cuando los bancos regionales y más pequeños de los Estados Unidos comenzaron a desestimar las solicitudes de los comités asesores de los bancos transnacionales en el sentido de aportar dinero nuevo y mostraron un notable interés en salir definitivamente del problema, se presentó una oportunidad excepcional a los principales bancos transnacionales de los Estados Unidos que dominaban los comités y tenían un vasto conocimiento de las posibilidades de inversión en esos países deudores. Por lo tanto, no es coincidencia que estos grandes bancos transnacionales de los Estados Unidos se hayan convertido también en los negociadores más activos de la exposición crediticia de los bancos regionales y más pequeños de los Estados Unidos.

El mecanismo de conversión de la deuda en capital proporcionó una salida para los valores de la deuda con los bancos de los Estados Unidos, tanto los más pequeños como otros, que tenían una exposición crediticia relativamente marginal en los países en desarrollo, y aportó también cuantiosos ingresos a los principales bancos de los Estados Unidos, merced a las considerables comisiones que cobraron como intermediarios. La pérdida implícita en el mercado secundario fue asumida por los bancos más pequeños deseados de escapar de la crisis de la deuda, y constituyó un atractivo para las empresas transnacionales interesadas en invertir en forma barata en el país del caso. De acuerdo con los programas originales para la conversión de la deuda en capital se

pagó una suma cercana a la paridad (en moneda nacional) por la deuda. En resumen, los principales bancos transnacionales de los Estados Unidos lograron generar nuevos ingresos de la contradicción misma contenida en su propia estrategia para hacer frente a la crisis —vale decir, que no todos los bancos estaban dispuestos a cumplir el papel que les habían asignado los grandes bancos de los Estados Unidos—; y esa contradicción explica en gran medida su interés inicial en el mecanismo. La conversión de la deuda fue la primera innovación verdadera que se hizo en la estrategia original.

Lo que creó una situación nueva en la crisis de la deuda, junto con el aumento posterior del descuento en el mercado secundario para los préstamos pendientes de los bancos transnacionales en los principales países deudores, fue que se hubiese alcanzado un estado al parecer permanente de atraso en los pagos. En el cuadro 3 se muestra que ya en 1987 nueve de los 17 países fuertemente endeudados registraban atrasos en los pagos con respecto a su deuda con los bancos transnacionales. Durante los siguientes dos años, aproximadamente, los atrasos más que se duplicaron, llegando a 17 mil millones de dólares en marzo de 1990. Además, la mayor parte de esa apreciable cantidad correspondió a sólo dos de los principales deudores, a saber, Argentina y Brasil. Evidentemente, las estrategias que se aplicaban para hacer frente a la crisis internacional de la deuda no daban resultado en general, y las

Cuadro 3
 PAGOS ATRASADOS DE INTERESES ADEUDADOS A BANCOS
 TRANSNACIONALES POR PAISES MUY ENDEUDADOS, 1985-1990
 (Miles de millones de dólares)

	1985	1986	1987	1988	1989	Marzo de 1990	%
Argentina	0.4	0.3	0.2	1.9	5.1	6.2	36
Brasil	—	—	3.4	—	3.3	5.3	31
Perú	0.5	0.9	1.4	1.9	2.5	2.8	16
Ecuador	—	—	0.4	0.8	1.2	1.3	8
Costa de Marfil	—	—	0.2	0.4	0.6	0.6	4
Costa Rica	—	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	2
Nigeria	0.3	0.6	0.8	0.6	0.3	0.3	2
Bolivia	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	1
Marruecos	0.1	0.1	0.1	—	—	—	—
<i>Total</i>	<i>1.5</i>	<i>2.3</i>	<i>7.0</i>	<i>6.0</i>	<i>13.5</i>	<i>17.0</i>	<i>100</i>

Fuente: The Institute of International Finance, Inc., *Improving the Official Debt Strategy: Arrears are not the way*, Washington, D.C., mayo de 1990, gráfico 1, p. 6.

negociaciones con países específicos, como Argentina y Brasil, eran improductivas. La crisis, que por su índole era muy difícil de manejar, obligó así a los bancos transnacionales a buscar otros caminos de solución a sus situaciones y problemas particulares.

Los mecanismos de reducción de la deuda se convirtieron en la opción menos mala para la mayoría de los involucrados en la crisis de la deuda. En el cuadro 4 se indica que cuatro tipos de operaciones han caracterizado el período de 1985-1990. La conversión de la deuda en capital ha dominado la situación desde el punto de vista del valor nominal de la deuda convertida, y ha representado el 40% del total. Otras iniciativas, como las operaciones en moneda nacional (intercambios de deuda por pesos sin necesidad de proyectos autorizados de inversión) y las reestructuraciones del sector privado, han revestido cierta importancia. No obstante, las operaciones de descuento asociadas con la estrategia Brady para hacer frente a la crisis de la deuda son las que actualmente prometen más. El canje de valores de la deuda con los bancos transnacionales por bonos de valor reducido de los principales países deudores parece haberse tornado en el medio más favorecido por esos países para poder aprovechar el ahora considerable descuento en

el mercado secundario. Como veremos posteriormente en este artículo, cambios recientes ocurridos en el funcionamiento de la mayoría de los programas de conversión de la deuda en capital han dado a los principales países deudores mayores posibilidades de captar una porción importante del descuento en el mercado secundario. Sin embargo, se debe hacer notar que el mecanismo de conversión de la deuda en capital, innovación utilizada por los principales bancos transnacionales de los Estados Unidos más que nada en interés propio (para ganar comisiones, obtener un precio más alto por su deuda y participar en los mejores proyectos de inversión que ellos mismos organizaron), en gran medida está siendo reemplazado por otras opciones más beneficiosas para los grandes deudores, o modificado para lograr el mismo resultado. La conversión de la deuda en capital es sólo un mecanismo en el arsenal de opciones para la gestión de la deuda, y no es necesariamente el más importante en este momento.

Los acreedores, y en menor medida los deudores, tienen opiniones variadas acerca de sus opciones. Un elemento importante en el éxito de las ventas de préstamos descontados asociadas con la estrategia Brady es el hecho de que las prefieren los bancos regionales y más pequeños

Cuadro 4
 INSTRUMENTOS DE CONVERSION DE LA DEUDA UTILIZADOS EN PAISES EN DESARROLLO, 1985-1990
 (Valores nominales en miles de millones de dólares)

	1985	1986	1987	1988	1989	1990 (Cifras preliminares)	Total	%
Conversiones de deuda ^a	0.5	0.8	3.2	6.2	4.5	8.9	24.1	40
Operaciones en moneda local ^b	0.2	0.5	0.9	4.8	3.7	3.2	13.3	22
Reestructuración del sector privado ^c	0.1	0.3	3.5	4.3	3.1	0.5	11.8	19
Operaciones descontadas ^d	—	—	—	1.9	1.0	8.5	11.4	19
<i>Total</i>	<i>0.8</i>	<i>1.6</i>	<i>7.6</i>	<i>17.2</i>	<i>12.3</i>	<i>21.1</i>	<i>60.6</i>	<i>100</i>

Fuente: M.H. Bouchet, *Transnational Banks and External Indebtedness of Developing Countries*, noviembre de 1990, informe del Centro de las Naciones Unidas sobre Empresas Transnacionales.

^a La conversión de deuda en capital envuelve necesariamente una inversión autorizada por las autoridades del país.

^b Todo intercambio de pagarés de la deuda por moneda local. No se incluyen inversiones obligatorias.

^c Nuevos arreglos negociados directamente entre deudores privados sin garantía y bancos transnacionales.

^d Bonos con descuento, bonos a la par, recompras, reducciones de la tasa de interés, etc., utilizados en virtud de acuerdos al estilo de la iniciativa Brady.

con sede en los Estados Unidos y los bancos transnacionales no estadounidenses (Madrid, 1990, pp. 162-163). Los grandes bancos de los Estados Unidos que dominan los comités asesores prefieren la versión original del mecanismo de conversión de la deuda en capital, porque los dejó en control de la situación y, como ya se ha dicho, ofreció la oportunidad de generar ingresos mediante el recurso de las comisiones; significó que sufrieron pérdidas menores merced a los descuentos en el mercado secundario, y les permitió participar directamente en las mejores inversiones que ellos mismos armaron. Sin embargo, para

algunos deudores, la selectividad de la iniciativa Brady ha resultado ser incierta, ya que sólo se ha incluido oficialmente a cinco de los principales deudores importantes (México, Costa Rica, Filipinas, Venezuela y Uruguay). Esto señala, empero, que la añeja caracterización de la crisis de la deuda como "Citicorp contra Brasil" ha perdido validez desde el punto de vista de los bancos transnacionales y los principales deudores (CET, 1991, pp. 85-88). Desde la perspectiva de este nuevo marco, pasamos ahora a la tarea de analizar la experiencia de los programas de conversión de la deuda en capital.

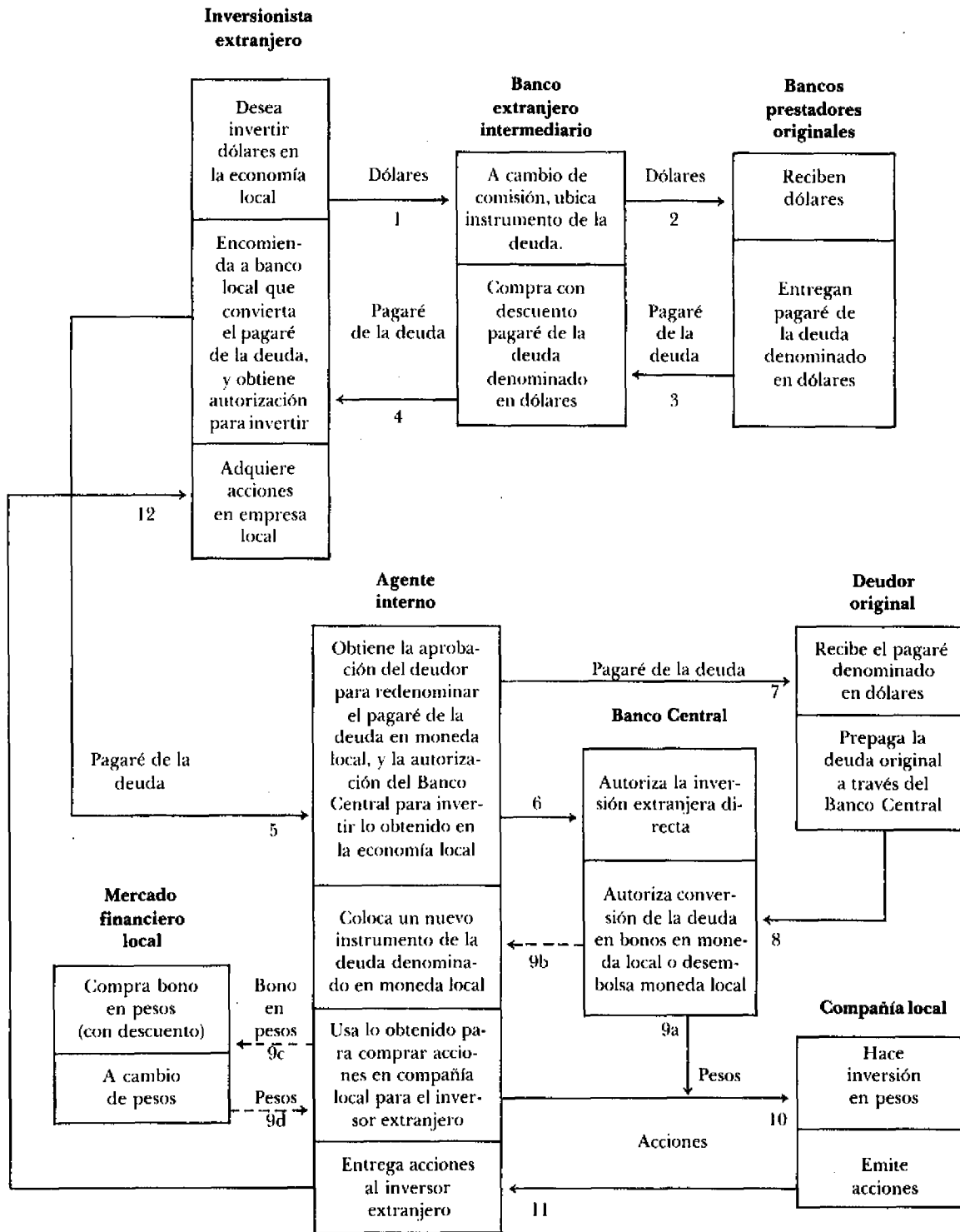
II

Los programas de conversión de la deuda en capital en la práctica

Antes de examinar, en forma comparativa, los programas de conversión de la deuda en capital de los principales países deudores, conviene repasar, aunque brevemente, la esencia del mecanismo de conversión de la deuda. El gráfico 1 ayuda a conceptualizar los segmentos separados de la operación y a identificar los principales par-

ticipantes. De este modo, el inversionista extranjero, el banco prestamista original y el banco extranjero intermediario, por un lado, pueden distinguirse del intermediario nacional, del deudor original y de la compañía nacional que recibe la inversión, por otro lado. En la conversión más simple de la deuda —vale decir, un banco trans-

Gráfico 1
PRINCIPALES ELEMENTOS INVOLUCRADOS EN LOS PROCEDIMIENTOS DE CONVERSIÓN DE LA DEUDA EN CAPITAL



Fuente: Unidad Conjunta CEPAL/CET sobre Empresas Transnacionales, sobre la base de Banco Mundial, *Informe sobre el desarrollo mundial 1987*, Washington D.C., Oxford University Press, 1988.

Cuadro 5
RASGOS PRINCIPALES DE LOS PROGRAMAS OFICIALES DE CONVERSION DE LA DEUDA EN CAPITAL PARA
LOS GRANDES DEUDORES

	CHILE (Desde V.85) ^{at}	MEXICO 1 (IV.86 a X.87) ^b	MEXICO 2 (Desde VII.90)	FILIPINAS (Desde VIII.86) ^c	ARGENTINA (V.87 a IV.89) ^d	BRASIL (IV.88 a I.89) ^e
A. CRITERIOS PARA AUTORIZAR LA INVERSION						
1. Inversionistas admisibles						
No residentes	X	X	X	X	X	X
Residentes	r	ff	X	X	X	
2. Destino aceptable						
Activos nuevos	X	X	X	X	X	X
Activos existentes ^h	X	X	X	i	X ^j	X
Deuda local	X	X				
Fondo de inversión	X	X		incipiente		incipiente
3. Prioridades explícitas						
Sectoriales	k	X	X	X	X	
Ingresos en divisas	X	X		X	X	
Geográficas						X
4. Aplicación de normas ordinarias sobre inversión extranjera directa						
		X	X	X	X	X
5. Restricciones especiales ^l						
Utilidades	4	5 ^m		4 ⁿ	4	
Repatriación de capital	10	12		3-5	10	12
6. Necesidades de dinero fresco ^o	escasa		50	0-60 ^p	30	
B. ASPECTOS FINANCIEROS						
1. Deuda admisible						
Sector público	X ^q	X ^r	X ^s	X ^t	X ^u	X ^v
Banco Central	X ^q	X ^r	X ^s	w	X ^u	X ^v
Sector privado	x			y	X ^z	
2. Valoración de la deuda						
Cercana al valor par	X ^{aa}	X ^{bb}		X ^{cc}		dd
Muy inferior al valor par			X		X	X
3. Cobros						
Por comisiones de administración ^{ee}	>10	0-25		7-24		
Impuesto		X				X
4. Tipo de cambio utilizado						
Oficial	X			X		X
Paralelo		X	X		X	
5. Asignación de derechos de conversión						
Por subasta			X		X	X
Por decisión administrativa	X	X		X		
C. PREVENCION DE EFECTOS NEGATIVOS						
1. Inflación: cuotas ^{ff}						
2. Inflación/déficit fiscal: privatización	X	X	1000 ^{gg}	implícitas	400	1800
3. Actividades especulativas: verificación de las cuentas de las empresas	X	X	X	X	hh	

Fuente: Unidad Conjunta CEPAL/CET sobre Empresas Transnacionales, a base de datos oficiales.

Notas del cuadro 5

- ^aEste programa fue modificado apreciablemente en agosto de 1990, haciéndose hincapié en la calidad de la inversión más que en la cantidad en que se reduciría la deuda.
- ^bNo se aceptaron nuevas solicitudes de autorización de inversiones después de octubre de 1987. Los años siguientes se procesó una gran cantidad de solicitudes pendientes.
- ^cEn marzo de 1987 se añadieron algunas nuevas actividades (bancarias/financieras y la privatización de activos públicos no redituables) a la lista de las prioridades sectoriales. En febrero de 1988, se restringió la deuda admisible para conversión y también los destinos aceptables.
- ^dAntes de 1987 existía una suerte de mecanismo de conversión para obligaciones pendientes del sector privado que tuvieran garantías cambiarias.
- ^eAunque hubo bastante conversión antes de 1988, el volumen de ella sólo aumentó considerablemente cuando se estableció un programa oficial en virtud de la Resolución 1460.
- ^fEl capítulo xviii del Compendio de Normas de Cambios Internacionales trata de la conversión de la deuda con bancos transnacionales en pesos, por chilenos. No se requiere inversión.
- ^gEn septiembre de 1987, se permitió también a los mexicanos que participaran en operaciones de conversión de la deuda externa. Sin embargo, poco después se suspendió la recepción de nuevas solicitudes de autorización para invertir.
- ^hLa mayoría de los países establecen límites para la compra de activos existentes.
- ⁱEsto se limitó severamente a partir de noviembre de 1986.
- ^jLimitado al deudor original en el caso de la deuda del sector privado.
- ^kUn enfoque nuevo, con mayor orientación sectorial, se introdujo mediante las modificaciones de agosto de 1990.
- ^lExpresadas en el número de años en que las remesas al exterior se prohibieron o estuvieron severamente restringidas.
- ^mDebe ser inferior al valor de los pagos de intereses originales durante los primeros cinco años.
- ⁿSólo para inversiones no prioritarias.
- ^oComo porcentaje del valor del proyecto de inversión aprobado.
- ^pExiste una escala móvil en la relación entre el dinero fresco y las comisiones de administración. A mayores montos de dinero fresco corresponden menores comisiones de administración y viceversa.
- ^qEsencialmente los acuerdos de reestructuración de 1985 y 1987, que incluían dinero nuevo. Las obligaciones no financieras del sector privado con bancos transnacionales no tienen garantía estatal y por lo tanto no se incluyen.
- ^rEn general, la deuda con bancos transnacionales incluía la correspondiente a los acuerdos de reestructuración de 1985 y 1987, y abarcaba también el dinero nuevo. Sin embargo, los bancos transnacionales que de partida no contribuyeron plenamente al nuevo financiamiento, al parecer quedaron excluidos.
- ^sLa incluida en el acuerdo de reestructuración de 1989. Limitada a valores garantizados de la deuda con bancos transnacionales, como los bonos descontados, los bonos a la par y los valores de los Estados Unidos Mexicanos para los cuales hay obligación de proporcionar dinero nuevo.
- ^tAbarca la que se menciona en los acuerdos de reestructuración (incluidos los adelantos de dinero nuevo), más todas las obligaciones del sector privado con los bancos transnacionales (reestructuradas o no) excepto las del sector financiero. Los créditos para el comercio exterior, se incluyeron inicialmente, pero luego se declararon inadmisibles.
- ^uEn la reestructuración de 1987 se incluyó y se mencionó en general una gran variedad de obligaciones del gobierno nacional, del Banco Central y otras del sector público. Se dejaron fuera los bonos de salida (*exit bonds*).
- ^vAquella a la que se hizo referencia en el acuerdo de reestructuración de 1988 (un sistema de depósito multianual más créditos nuevos). Se incluyeron los bonos de inversión de Brasil.
- ^wSe impusieron restricciones al uso de los pasivos del Banco Central en febrero de 1988.
- ^xLa garantía pública se extendió a deuda del sector financiero privado con los bancos transnacionales por 2.6 mil millones de dólares, como parte del acuerdo de reestructuración de 1985.
- ^yLa garantía pública se extendió a la deuda privada del sector financiero (1.6 mil millones de dólares) y la deuda privada de las empresas (1.1 mil millones) como parte del acuerdo de reestructuración de 1985. Los créditos de comercio exterior reprogramados se incluyeron originalmente para los fines de la conversión.
- ^zLa deuda externa privada con garantías cambiarias se incluyó en un programa separado de conversión de la deuda en 1984-1987. Una situación similar se dio para los préstamos al sector privado.
- ^{aa}Las tasas de interés sobre los bonos en pesos que recibe el inversionista es inferior a lo que sería la tasa estrictamente de mercado.
- ^{bb}Mientras mayor sea la prioridad del proyecto de inversión, menores serán las comisiones por administración que se cobran al inversionista. Hay un gravamen de 20% sobre la diferencia entre el valor nominal y el valor de rescate de la deuda con los bancos transnacionales.
- ^{cc}Mientras mayor sea la cantidad de dinero fresco que se acuerde con el inversionista, menores serán las comisiones por administración que se le cobren. Dichas comisiones varían también según la categoría (prioritaria o no prioritaria) del proyecto aprobado.
- ^{dd}Toda la conversión de la deuda efectuada antes de que entrara en vigor el programa oficial en 1988, se hizo a la par.
- ^{ee}Como porcentaje del valor nominal de la deuda externa convenida a través del programa.
- ^{ff}En millones de dólares por año.
- ^{gg}La meta original fue de 3 500 millones en 3.5 años; sin embargo, esta cuota se logró en sólo seis meses de operación.
- ^{hh}El programa original de 1987 prohibía el uso del mecanismo de conversión de la deuda para fines de privatización.

nacional que capitaliza su propia exposición crediticia por medio de una subsidiaria que opera en el sector financiero del país deudor—, el inversionista extranjero, el prestamista original y el banco extranjero intermediario constituirían todos la misma compañía. No obstante, hubo relativamente pocas conversiones de ese tipo. Más común sería el caso de una empresa transnacional no financiera que use un programa de conversión de la deuda en capital para saldar obligaciones en moneda nacional, para reinvertir en una subsidiaria o para llevar a cabo una nueva inversión en el país deudor. Otro aspecto destacado de los programas de conversión de la deuda es el papel fundamental que podría cumplir el sector financiero nacional en cuanto a facilitar el financiamiento del intercambio de los pagarés de la deuda externa por moneda nacional.

La práctica ha demostrado que los programas de conversión de la deuda en capital se pueden analizar mejor desde tres perspectivas diferentes: i) los criterios de autorización de inversiones, es decir, cómo se promueven las inversiones (específicamente, las inversiones extranjeras directas) y como se encauzan hacia áreas prioritarias; ii) los aspectos financieros, vale decir, cómo se reparte la torta entre los participantes, y iii) cómo se evitan o reducen los efectos adversos (por ejemplo, las presiones inflacionarias, las prácticas especulativas, etc.). En un nivel más general, es pertinente determinar la prioridad del programa de conversión de la deuda en el seno de la estrategia global nacional de gestión de la deuda y la medida en que los objetivos nacionales más bien que los objetivos de los acreedores predominen en el diseño del programa concreto de conversión. En el cuadro 5 aparece la información necesaria para llevar a cabo parte de este análisis comparativo respecto de los principales programas de conversión de la deuda de los deudores más importantes. Un breve análisis de cada uno de los programas de los países ayudará a una mejor apreciación del cuadro.

Chile. El de este país fue el primer programa importante de conversión de la deuda en capital¹.

El gobierno chileno se enfrentaba a una situación de deuda relativamente más difícil debido al alto nivel de endeudamiento externo con los bancos transnacionales y a las dimensiones de la crisis en el sector financiero nacional. Las autoridades nacionales tomaron el toro por las astas y transformaron una lastimosa situación negociadora en una sólida posición, jugándose el todo por el todo por una estrategia liberal de mercado, aparejada con amplias concesiones a los bancos transnacionales acreedores, en forma de garantías estatales *ex post facto* para la deuda contraída por el sector financiero privado de Chile con los bancos transnacionales. La reducción de la deuda era fundamental para una estrategia de gestión de la misma que se basaba en programas de intercambio de la deuda por pesos, un programa de conversión de la deuda en capital, y otras operaciones, incluidos los acuerdos de recompra de la deuda. Esta activa estrategia permitió reducir la deuda con los bancos transnacionales ya en 1990 en 10 mil millones de dólares, es decir, más de 50% del total. Su éxito, desde la perspectiva de los acreedores, se manifestó además en el precio relativamente más elevado que alcanzaron los valores de la deuda de Chile en el mercado secundario.

El programa de conversión de la deuda en sí se centró en la promoción del volumen más alto posible de inversión extranjera directa en el ámbito de la estrategia de reducción de la deuda. El tratamiento sumamente liberal y separado de la inversión extranjera directa por la vía de la conversión de la deuda en capital se caracterizó por el intercambio de la deuda con los bancos transnacionales por pesos casi al valor a la par de esa deuda. Esto se combinó con pocas restricciones respecto de los usos aceptables del producto obtenido de la conversión, poco interés inicial en encauzar esos recursos a actividades específicas, y la ausencia de controles monetarios explícitos o cuotas de conversión de la deuda en capital (debido a la inexistencia de un déficit fiscal grave y al funcionamiento eficaz del mercado financiero reformado del país). Básicamente, el

¹ La información referente a este estudio de casos y a otros proviene principalmente del Centro de las Naciones Unidas sobre Empresas Transnacionales (CET), 1990; los seminarios correspondientes se realizaron en Caracas y Nueva York. También proviene de informes preparados por con-

sultores en el ámbito de otro trabajo conjunto del CET y la CEPAL, así como de otras fuentes. En el caso de Chile, estas últimas incluyeron Chile, 1988; Mary L. Williamson, 1990; Ffrench-Davis, 1990; Lagos, 1989 y Fontaine, 1988.

programa de conversión de la deuda estableció una situación de negociación de caso por caso entre inversionistas extranjeros (no chilenos) y autoridades nacionales de inclinación liberal, en la que las autoridades permitieron que el descuento en el mercado secundario sirviera como incentivo a los inversionistas extranjeros. No intentaron captar una porción importante de ese descuento.

El programa de conversión de la deuda en capital logró un éxito excepcional en cuanto a mejorar el clima para la inversión extranjera, si bien se hizo aparente que de hecho era demasiado permisivo al dar cabida a conversiones directas en el sector financiero y a compras simples de participaciones en empresas ya existentes en ese sector y en otros. La única restricción importante fue la que limitaba el uso de la conversión de la deuda en el sector minero. No obstante, a medida que el programa progresaba y la crisis original menguaba, las autoridades nacionales se hicieron más expertas en "sugerir" prioridades en materia de inversión, requisitos de dinero fresco y la limitación de las compras simples de participaciones en empresas ya existentes. A partir de agosto de 1990, el programa de conversión de la deuda adquirió un carácter mucho más selectivo en lo que se refería a la autorización de las inversiones, y la "calidad" de la inversión reemplazó al volumen de inversión extranjera directa como objetivo oficial del programa.

Los resultados del programa de conversión de la deuda en capital hasta agosto de 1990 han sido impresionantes, no sólo desde el punto de vista de la reducción de la deuda, sino también del de la afluencia de inversión extranjera directa, el positivo efecto económico y la diversificación de los inversionistas extranjeros. El programa de capitalización de la deuda ha representado 3 600 millones de dólares en nueva inversión extranjera directa, de los cuales 1 300 millones se registraron sólo en el año 1989. Casi las tres cuartas partes de esas nuevas inversiones correspondieron a sectores de bienes transables como la industria (36.6%), la agricultura, la silvicultura y la pesca (24.4%) y la minería (13.1%), y ha tenido un efecto muy positivo en los resultados de las exportaciones chilenas, dándoles un nuevo dinamismo. Finalmente, hubo una vigorosa diversificación de la inversión extranjera directa por país de origen. Si bien los inversionistas de

los Estados Unidos aún dominan en las estadísticas con algo menos de 40% del total de la inversión extranjera directa por la vía de la conversión de la deuda en capital, los inversionistas extranjeros de otros países se han hecho relativamente más evidentes, como por ejemplo los del Reino Unido (11.9%), Nueva Zelandia (10.6%), España (6.1%), Francia (4.1%), Suecia (3.2%) y Suiza (2.9%). De este modo, el programa chileno de conversión de la deuda en capital puede considerarse de gran éxito desde el punto de vista de los objetivos de las autoridades nacionales. El valor que tiene la conversión de la deuda en capital en cuanto a promover la inversión extranjera directa, combinado con el éxito relativo del modelo económico liberal (que se benefició también del fuerte mejoramiento de los precios del cobre), ha permitido a las autoridades chilenas el lujo de desdeñar la iniciativa Brady y depender más de su privilegiada relación con las instituciones financieras internacionales, que era uno de sus objetivos primordiales.

México. Generalmente se considera que la crisis internacional de la deuda comenzó en agosto de 1982, cuando México no pudo cumplir sus obligaciones externas. La ignominiosa situación inicial en que se halló México resultó empeorada por un fuerte terremoto que azotó al país en 1985 y por la pronunciada baja del precio internacional del petróleo. Los serios aprietos en que se hallaba este importante deudor limitaron considerablemente su posición negociadora. México optó entonces, en forma algo similar a Chile, por una alternativa de economía liberal de mercado; sin embargo, a diferencia del caso chileno, la variante mexicana ocurrió totalmente en un ámbito de crisis, y por lo tanto las medidas de liberalización del comercio y las inversiones se hicieron más aparentes sólo cuando se habían atenuado en cierto grado los principales aspectos de la crisis. La estrategia para la gestión de la deuda se basó al inicio en reestructuraciones que se combinaron con dinero nuevo, y luego en intercambios de deuda con descuento garantizada, más que en el programa mismo de conversión de la deuda; sin embargo, este último fue fundamental para promover la reanudación de la afluencia de inversión extranjera directa. Vale la pena destacar que, mientras las autoridades mexicanas efectivamente pusieron en práctica un plan para garantizar la disponibilidad de divisas para pagar

deudas externas no garantizadas del sector privado (FICORCA), los funcionarios mexicanos no se sintieron obligados a extender una garantía estatal a dichas deudas, a las que posteriormente se hizo frente mediante recompras con fuertes descuentos muy favorables para grandes grupos financieros como ALFA y VISA.

El programa de conversión de la deuda apareció en dos fases bien marcadas del proceso de reestructuración de la deuda con los bancos transnacionales: la reestructuración de 1984-1985, en la que la posición negociadora de México fue bastante precaria, y la reestructuración de 1989-1992, en la que esa posición se había fortalecido considerablemente. Un factor que ayudó notablemente a México fue que las autoridades estadounidenses consideraron su caso como representativo para probar la iniciativa Brady. En suma, durante el período 1982-1990 México redujo en más de 20% su deuda con los bancos transnacionales.

México puso en práctica dos programas de conversión de la deuda en capital que se distinguen claramente, y a los cuales nos referiremos como Programa 1 y Programa 2.² El acento del Programa 1 se puso en la promoción de la inversión extranjera directa y su encauzamiento hacia actividades y sectores prioritarios. El procedimiento de autorización de inversiones dio preferencia a la privatización de las empresas estatales y a las inversiones que produjesen exportaciones de empresas con balanzas comerciales positivas, que aumentasen la capacidad productiva, que incorporasen tecnología nueva y que incrementasen el nivel de contenido nacional, entre otras cosas. Se definieron diez categorías de inversión, y se implantó una escala móvil de comisiones de administración (que iban de 0 a 25% del valor nominal de la deuda) para los proyectos de inversión con un bajo grado de prioridad. Si bien la inversión extranjera directa efectuada mediante la conversión de la deuda en capital se abordó dentro del marco de la legislación existente (la restrictiva Ley para Promover la Inversión Mexicana y Regular la Inversión Extranjera, promulgada en 1973), la reglamentación se liberalizó considerablemente a fines del de-

de 1980. Además, aparentemente las subsidiarias existentes de empresas transnacionales hicieron gran uso del programa de conversión de la deuda para cancelar sus deudas en pesos así como para invertir en activos nuevos.³ En consecuencia, los criterios de autorización de las inversiones fueron quizás no tan rígidos como lo daban a entender los reglamentos oficiales. Lo que está claro es que se hicieron pocos intentos por captar una parte importante del descuento en el mercado secundario, puesto que la deuda con los bancos transnacionales se convirtió a más de 80% de su valor nominal como promedio durante la vigencia del programa. El Programa 1 se abrió para los ciudadanos mexicanos en octubre de 1987, pero un mes más tarde se suspendió la recepción de nuevas solicitudes (aunque el saldo acumulado se liquidó durante el período siguiente).

Desde el punto de vista de los resultados, el Programa 1 logró reanudar la afluencia de inversión extranjera directa, aunque al parecer a costa de cierto grado de presión inflacionaria. El plan mexicano no contó con un mercado financiero privado que estuviese reformado y liberalizado, como en Chile. De hecho, las autoridades mexicanas estimaron necesario nacionalizar el sector bancario durante los días iniciales de la crisis. Hubo más de 3 100 millones de dólares en inversión extranjera directa mediante la conversión de la deuda hasta mediados de 1990, y esa inversión se concentró en sectores prioritarios como el turismo (29.1%), la industria automotriz (16.9%) y las industrias maquiladoras (11.5%); todos produjeron importantes ingresos en divisas. Las inversiones relacionadas con la conversión de la deuda en el sector automotor fueron fundamentales en el cuantioso aumento de las exportaciones de bienes manufacturados de México durante el período 1984-1990. A pesar de que la mayor parte de la nueva inversión extranjera provino sólo de un país, vale decir, los Estados Unidos (47.8%), el resto exhibió una considerable diversificación por país de origen: el Reino Unido (13.8%), Alemania (5.7%), Japón (3.7%), Francia (3.0%) y España (2.9%). Como

² La información básica sobre el programa mexicano se encuentra en México, 1986, 1990a y 1990b y Godínez, 1990.

³ Esto se confirmó durante las entrevistas del autor con las empresas extranjeras más grandes. Véase Mortimore y Huss, 1991.

ya se señaló, la participación del gobierno en el descuento del mercado secundario no superó el 19% del valor nominal de los intercambios de montos correspondientes a la deuda con los bancos transnacionales. El programa se cerró en noviembre de 1987, en lo que atañía a nuevas solicitudes de autorización para inversión, debido a la necesidad de usar las reservas de divisas existentes para el programa reforzado de ajuste estructural que entonces se iniciaba.

El Programa 2 se puso en práctica en 1990 en un ámbito muy diferente, es decir, el de una economía mucho más estabilizada y en proceso de liberalización, que salía de una crisis. El nuevo programa tenía como objetivo explícito captar una proporción importante del descuento en el mercado secundario. La característica nueva fundamental era el uso del mecanismo de subasta para distribuir derechos limitados de conversión para proyectos de inversión autorizados, originalmente de un valor de 3 500 millones de dólares durante tres años y medio. El plan se concibió para aprovechar la fuerte afluencia de depósitos privados mexicanos mantenidos en los Estados Unidos, así como una continua inversión extranjera directa. Por esa razón, estaba abierto a los ciudadanos mexicanos. Aunque estaba restringido a la privatización de compañías estatales y proyectos de infraestructura y, dentro de esas categorías, limitado a un máximo de 50% del valor del proyecto de inversión y utilizable sólo para la deuda con los bancos transnacionales con obligaciones de dinero nuevo, la demanda fue muy fuerte, como puede juzgarse por los resultados. Se aprobaron más de 10 mil millones de dólares en proyectos de inversión y, frente a esta fuerte demanda (y aumento de los descuentos), las autoridades mexicanas decidieron liquidar toda su cuota de tres años y medio en dos subastas realizadas en 1990. La cantidad que correspondió al gobierno fue el equivalente de 52% del valor nominal del monto intercambiado correspondiente a la deuda con los bancos transnacionales (lo que se compara muy favorablemente con sus expectativas iniciales de 35%). No está claro aún si habrá una nueva cuota.

Los programas de conversión de la deuda en capital del gobierno mexicano han tenido mucho éxito desde el punto de vista de los fines bien determinados que les asignaron las autoridades nacionales. El Programa 1 fue muy útil para re-

activar la afluencia de inversión extranjera directa y encauzarla hacia áreas prioritarias durante el período de crisis, en tanto que el Programa 2 obtuvo buenos resultados en cuanto a captar una proporción importante del descuento en el mercado secundario sobre la deuda de México con los bancos transnacionales. Sin embargo, el punto central de la estrategia de gestión de la deuda mexicana parece estar apoyado en medidas similares a la iniciativa Brady, especialmente las operaciones directas de descuento.

Filipinas. La crisis que este país sufrió a comienzos del decenio de 1980 fue doblemente difícil porque a una crisis política, que no se resolvió en forma clara hasta 1987, se superpuso la crisis de la deuda. La precaria posición de negociación de Filipinas quedó de manifiesto en las garantías estatales *ex post facto* otorgadas a la deuda del sector privado nacional con los bancos transnacionales como parte del primer acuerdo de reestructuración en 1985 (que, de paso, establecía el programa de conversión de la deuda en capital). La economía gozó de mayor estabilidad a partir de 1987; sin embargo, el continuo déficit fiscal y la permanente amenaza de intervención militar en la naciente democracia complicaron la situación. La estrategia de gestión de la deuda consistió principalmente en reprogramar los pagos de capital y obtener dinero nuevo durante la primera fase, y en operaciones de descuento combinadas con dinero nuevo en la segunda fase. El programa de conversión de la deuda fue considerado por las autoridades una "bujía de encendido" para las inversiones, que ofrecía un claro incentivo a los inversionistas, más bien que el medio principal para conseguir la reducción de la deuda (Filipinas, 1986; Suratos, 1990, y Dytianquin y Sicat, 1988). No obstante, las autoridades filipinas de hecho redujeron la deuda con los bancos transnacionales en un 22.3% entre 1984 y mayo de 1990, sobre todo por medio de recompras y pagos anticipados concertados.

Dadas las condiciones de la crisis por la que pasaba el país entonces, el objetivo original de los programas de conversión de la deuda en capital fue "revitalizar" la economía por medio de inversiones extranjeras directas y la recuperación del capital fugado. Se incluyó a los ciudadanos filipinos en el programa desde el comienzo. Los criterios para autorizar las inversiones eran un aspecto fundamental del programa, especial-

mente después de que en noviembre de 1986 se restringieron los usos aceptables del producto obtenido de la conversión de la deuda. Las autoridades prepararon una lista detallada de las inversiones preferentes, dando clara prioridad a los proyectos de inversión basados en exportaciones o en actividades productoras de divisas. Aunque la inversión extranjera directa efectuada merced al programa de conversión de la deuda en capital estuvo sujeta a las reglas normales y relativamente restrictivas aplicadas a ese tipo de inversión, dichas reglas se liberalizaron en octubre de 1987, cuando se autorizaron dos categorías nuevas de inversiones preferentes: privatización de los activos no redituables del sector público, y banca y financiamiento. Es notable en el caso de Filipinas el hecho de que un gran número de solicitudes para proyectos de inversión fueron rechazadas por las autoridades gubernamentales. Era aparente la preocupación por la calidad de las inversiones a pesar de la situación de crisis.

Una vez que apareció en el mercado secundario un descuento considerable sobre la deuda de Filipinas con los bancos transnacionales, las autoridades filipinas intentaron captar una parte de él sin perder de vista la importancia otorgada a la calidad de las inversiones en su programa de conversión de la deuda. Parte de las reformas de octubre de 1987 implicaron el establecimiento de una escala móvil de comisiones de administración (0-20%) vinculada a requisitos de dinero fresco (0-50%) para los proyectos de inversión preferentes. Vale decir, dentro de la categoría de proyectos de inversión con prioridad, una mayor contribución de dinero fresco en relación con los recursos ligados a la conversión de la deuda dio como resultado la baja de las comisiones de administración. Dado el nivel de los descuentos del mercado secundario, la mayoría de los inversionistas optó por la comisión de administración, proporcionando de esta manera al gobierno una buena parte del descuento sin sacrificar la importancia otorgada en el programa de conversión de la deuda a la calidad de las inversiones. Las restricciones aplicadas posteriormente al uso de los valores del Banco Central y de la deuda del sector público a partir de febrero de 1988 reforzaron también la selectividad en la autorización de los proyectos de inversión. Finalmente, los efectos negativos se controlaron hasta cierto pun-

to por medio de cuotas implícitas de conversión de la deuda, el hincapié que se hizo en la privatización de los activos no redituables, y la preocupación por la identificación de los inversionistas y la verificación de las cuentas de las empresas. El programa de conversión de la deuda de Filipinas muestra una clara evolución a partir de un programa totalmente centrado en promover las inversiones preferentes hasta llegar a uno en que la captación de una parte del descuento asumió creciente importancia.

Desde el punto de vista de los resultados, el programa de Filipinas de conversión de la deuda en capital produjo inversiones (tanto extranjeras como nacionales) del orden de los 895 millones de dólares hasta fines de junio de 1990, aunque debe mencionarse que las corrientes anuales comenzaron a disminuir a partir de 1988. Estos proyectos de inversión contribuyeron a mejorar la situación de la economía, pues estaban fuertemente concentrados en áreas preferentes: empresas de exportación (34.9%), privatización (27.8%), inversiones prioritarias (10.4%), banca y financiamiento (9.1%) y otros campos preferentes (7.2%), si bien el programa de conversión de la deuda sólo produjo 473 millones de dólares en inversión extranjera directa (los ciudadanos filipinos participaron con el 37.7% del valor total de las inversiones de 895 millones de dólares). La inversión extranjera provino principalmente de los Estados Unidos (33.8%), centros financieros (15.3%), Hong Kong-China (22.2%), Japón (16.2%), Taiwán (4.3%), Canadá (3.1%) y Corea (1.6%). Parecería que el programa de conversión de la deuda efectivamente actuó, en forma moderada, como una especie de "bujía de encendido" para ayudar a reactivar la economía filipina en una época de crisis. Queda claro que, una vez que apareció en el mercado secundario un descuento apreciable, hubo que tener en cuenta nuevas consideraciones que adquirieron creciente importancia. Aun así, la estrategia global de gestión de la deuda dependió más de otros mecanismos, especialmente la reestructuración y las compras.

Argentina. La situación de Argentina fue aún más compleja que la de Filipinas, en el sentido de que no sólo combinó la crisis de la deuda con la inestabilidad política, sino que añadió una guerra perdida para remate. Este triple conjunto de problemas, además de una fuerte dosis de gestión

económica defectuosa, ha dejado a la Argentina en una condición de grave debilitamiento. La relación intereses-exportaciones y la relación deuda-exportaciones se hallan entre las más altas de América Latina. El crecimiento per cápita del producto interno bruto durante 1981-1990 fue de -24.3%, vale decir, bajó una cuarta parte, y no se logró controlar la inflación, que según las estadísticas de precios al consumidor fue de 4 924% en 1989 y de 1 883% en 1990. Las actividades especulativas han caracterizado todos los aspectos de la crisis de la deuda, desde la contratación original de créditos de los bancos transnacionales hasta prácticamente todos los intentos por manejar la crisis (Schvarzer, 1983; García y Junco, 1987; Balino, 1987, y Calcagno, 1987). Como podría esperarse en estas circunstancias, la estrategia de gestión de la deuda de Argentina ha sido ineficaz y la relación con los acreedores extremadamente difícil y, a ratos, áspera. Aunque Argentina reestructuró la deuda con los bancos transnacionales en 1985 y 1987, hasta la fecha su alto nivel de atrasos en los pagos (cerca de 7 mil millones de dólares) ha impedido cualquier tipo de medida al estilo de la iniciativa Brady. Su única esperanza verdadera para la reducción de la deuda aceptada por la comunidad financiera internacional parece ser, al menos en el corto plazo, un programa de privatización *ad hoc* iniciado en 1991.

La experiencia de Argentina con la conversión de la deuda en capital ha sido algo desconcertante (Argentina, 1987; Fuchs, 1990; Dreizen, 1988, y Bouzos y Keifman, 1990). Si bien su programa oficial fue el resultado de la reestructuración de 1987, hubo alguna actividad anterior a ese programa a partir de 1984; se convirtieron en inversiones en capital social cerca de 490 millones de dólares de deuda del sector privado nacional con los bancos transnacionales, con garantías cambiarias estatales, con un resultado de 215 millones de dólares en inversiones extranjeras directas. Este primer plan no tuvo un proceso de autorización claro y sus resultados son inciertos.

El programa oficial fue un conjunto consistente en tres elementos: un programa de conversión de la deuda en capital, un plan para capitalizar aprovechando los mecanismos crediticios del sector privado no financiero, y un mecanismo para convertir los redescuentos y préstamos del

Banco Central al sector privado. El primer elemento fue el único con un proceso claro de autorización de las inversiones, y como representó las dos terceras partes de la deuda con los bancos transnacionales convertida mediante este programa oficial, constituirá por ello el aspecto central de nuestro análisis. El objetivo principal del programa de conversión de la deuda, según las autoridades del país, fue captar una parte importante del descuento en el mercado secundario. Un objetivo complementario fue establecer un estricto proceso de autorización de las inversiones a fin de asegurar la calidad de los proyectos tanto de los inversionistas extranjeros como de los nacionales.

En lo que respecta al primer objetivo, se cumplió por medio de un mecanismo de subastas conforme al cual competían por los derechos de conversión los proyectos de inversión previamente calificados, estrictamente de acuerdo con el descuento ofrecido. En seis subastas realizadas durante el período 1989-1990, el promedio de los descuentos ofrecidos en las subastas subió de 38% a 75% (al caer verticalmente el precio en el mercado secundario de los valores de la deuda de Argentina con los bancos transnacionales). Las autoridades intentaron limitar los proyectos calificados a bienes nuevos de capital, instalaciones industriales o actividades que mejorasen la balanza de pagos. Exigieron originalmente que los inversionistas aportasen dinero fresco en la misma cantidad que la deuda convertida y que se usara el tipo de cambio oficial más bien que el paralelo; pero al no haber buenos resultados las autoridades se convencieron en septiembre de 1987 de que había que limitar el requisito de dinero fresco a 30% del valor del proyecto de inversión y usar el tipo de cambio paralelo. En un esfuerzo por controlar los efectos adversos, se estableció un tope de 300 a 400 millones de dólares al año para el período 1988-1993, pero el programa se suspendió en abril de 1990. Teniendo en cuenta el ambiente inflacionario que había en Argentina, fue sorprendente que el programa originalmente excluyera las operaciones de privatización (caracterizadas por su efecto monetario neutral) del programa de conversión de la deuda en capital. En contraste con ello, la nueva versión *ad hoc* se centra en las privatizaciones.

Se puede afirmar que el programa de capitalización de la deuda de Argentina fue bastante

fructífero en cuanto a captar una proporción importante del descuento en el mercado secundario sobre la deuda con los bancos transnacionales, especialmente después de la eliminación de los desincentivos originales en forma de requisitos de dinero fresco y tipo de cambio. Además, de los proyectos de inversión llevados a cabo por inversionistas extranjeros, un poco más de la mitad constituía inversión nueva, concentrada en sectores relativamente más dinámicos como el automotor (54%), el de alimentos y bebidas (35%) y el de industrias químicas. En cuanto a los aspectos negativos, el programa argentino se caracterizó por un bajo volumen de actividad y proyectos relativamente pequeños; en ambos casos, se impidió que el programa tuviese un efecto considerable y acumulativo sobre la economía. Sólo se convirtieron alrededor de 175 millones de dólares de deuda con los bancos transnacionales, con fuertes descuentos a los proyectos de inversión extranjeros, significando ello una inversión extranjera directa del orden de los 400 millones de dólares. Conforme al plan de privatización *ad hoc* que utiliza valores de la deuda con los bancos transnacionales, se tienen en estudio actualmente transacciones para la empresa nacional de telecomunicaciones y la línea aérea nacional, del orden de los 7 mil millones de dólares. Se transformaría de esta manera el programa de privatización y de conversión de la deuda en capital en una característica fundamental de la estrategia de gestión de la deuda. Hasta la fecha, la estrategia no ha tenido un elemento central claro, y persisten las actividades especulativas que acompañan a las nuevas iniciativas.

Brasil. Este país sufrió una crisis menor que la de la mayoría de los otros y no debió enfrentarse a incertidumbres políticas demasiado exigentes, ni tampoco perdió su rumbo; con todo, su agitada relación con los acreedores, especialmente los bancos transnacionales, ha complicado su desempeño macroeconómico y debilitado su estrategia de gestión de la deuda. Durante 1990, la inflación llegó a 2 360%, se tornó más precaria su balanza comercial y aumentó la carga de la deuda (si bien no se puede siquiera comparar con la de Argentina). La situación de Brasil se ha deteriorado desde que decidió librar batalla con los bancos transnacionales imponiendo una moratoria a los pagos de la deuda con esos bancos en 1987, lo que tuvo graves repercusiones en las

cuentas individuales de los bancos principales. Sin embargo, el problema fundamental en el deficiente desempeño económico de Brasil ha sido el déficit fiscal, no su relación con los acreedores externos.

La estrategia original de la deuda parece haber sido la de mantener una actitud dura, reestructurando sólo montos relativamente pequeños y asegurando al mismo tiempo dinero nuevo y líneas de crédito comerciales e interbancarias. Esa estrategia comenzó a vacilar cuando los bancos transnacionales no permitieron ningún acuerdo en 1985 y no ofrecieron dinero nuevo en 1986. Ello creó las condiciones para la moratoria de 1987 y, cuando los bancos transnacionales no re prestaron, el derrumbe de la estrategia. La reestructuración de 1988 supuso la reestructuración de 61 482 millones de dólares, más algo de dinero nuevo, la restauración de las líneas de crédito interbancarias y comerciales y un programa oficial de conversión de la deuda en capital. El nuevo modo de abordar las cosas no logró establecer una nueva relación con los bancos transnacionales, y otra vez se acumularon los atrasos el año siguiente al empeorar la situación macroeconómica. Esto último impidió que el bloque de acreedores adoptara algún tipo de medida similar a la iniciativa Brady, en tanto que Brasil exigió una solución radical (operaciones de descuento que significaron la creación de bonos de 45 años). La estrategia brasileña de la deuda no produjo una reducción significativa (menos de 20%) de la deuda con los bancos transnacionales; sin embargo, la parte más importante de ese valor la proporcionaron las conversiones de la deuda en capital.

En Brasil, la conversión de la deuda en capital se ha dado en muchas formas, y pasó por varias mutaciones antes de que entrara en vigor un programa oficial en 1988 (Brasil, 1988 y 1989; Bielschowsky, 1990; De Freitas, 1988; Wald, 1988, y De Moraes, 1988). Se llevó a cabo la conversión de la deuda en capital y adquirió cierta significación económica durante el período 1982-1987 mediante mecanismos temporales o *ad hoc*. Una disminución de la afluencia de inversión extranjera directa convenció a las autoridades de ofrecer incentivos tributarios para la capitalización de las operaciones de empréstito a las empresas extranjeras, con lo cual se registró la cantidad de 1 300 millones de dólares hasta que el

programa se restringió rigurosamente en noviembre de 1984. En lo sucesivo, y hasta que se suspendió el programa en julio de 1987, las conversiones de la deuda en capital se limitaron solamente a las capitalizaciones directas, sin incentivos tributarios. Aun así, hubo inversiones de este tipo por un valor de 2 mil millones de dólares. Estas primeras operaciones en el campo de la conversión de la deuda ocurrieron a su valor nominal: es decir, Brasil pagó en moneda nacional 100% del valor original de la deuda con los bancos transnacionales convertida en capital.

El nuevo programa oficial que entró en vigor en noviembre de 1987 tuvo dos componentes orientados a un fin común, el de captar la proporción más alta posible del descuento en los mercados secundarios. El primer componente fue un programa de conversión de la deuda basado en subastas, que produjo 2 000 millones de dólares en conversiones. El segundo elemento fue un programa caso por caso, limitado a deuda no vencida colocada a depósito en el Banco Central, que produjo 850 millones de dólares en conversiones. Nuestro análisis se centrará exclusivamente en el programa oficial de subastas, para el cual se cuenta con mayor información oficial, aunque los mecanismos temporales y *ad hoc* fueron por lo menos de igual importancia desde el punto de vista del volumen.

La característica principal del programa oficial de conversión de la deuda en capital fue el mecanismo de subastas, sujeto a límites mensuales de 150 millones de dólares, y que se basó en los descuentos ofrecidos. No se cobraron comisiones, pero el uso del tipo de cambio oficial se consideró un desincentivo. Los criterios de autorización de las inversiones, salvo una excepción, eran idénticos a los reglamentos liberales de autorización de las inversiones. La excepción fue que 50% de las cuotas mensuales se restringieron a ciertas zonas del país, a saber, los estados menos desarrollados del Nordeste, la región del Amazonas, Espirito Santo y Vale do Jequitinhonha. Se puede señalar que el programa permitía "usos aceptados" liberales de los recursos convertidos en capital; sin embargo, la compra de acciones en las compañías existentes no habría de tener como resultado la desnacionalización de las empresas brasileñas. No hubo límites especiales a las remesas de utilidades, pero las empresas que habían repatriado capital durante el período

1985-1987 fueron supuestamente excluidas del programa. Tomando todo en consideración, antes de que se suspendiera el programa en enero de 1989, debido a la iniciación de un nuevo plan antiinflacionario, este programa oficial de conversión de la deuda en capital se concibió para captar una parte importante del descuento en el mercado secundario y encauzar la inversión extranjera directa hacia las zonas más pobres del país.

Los programas oficiales de conversión de la deuda basados en subastas tuvieron cierto grado de éxito, y se han registrado algunos beneficios. El descuento a que se llegó en las subastas aumentó de un promedio de 17.6% a 34% durante las 10 subastas, lo que significa que Brasil se quedó con cerca de la mitad del descuento en el mercado secundario. Además, casi la mitad de las inversiones generadas por el programa de conversión de la deuda en capital se destinó a zonas del país en crisis económica. Los proyectos de inversión correspondieron en su mayor parte a sectores prioritarios: maquinaria eléctrica (10.3%); productos químicos (10.1%), papel (7%), metales (6.4%), productos alimenticios (6.2%), turismo (5.8%), etc., si bien no está claro qué efecto tuvo ello en las exportaciones o en la disponibilidad de divisas. Hubo también bastante dispersión en lo que se refiere al país de origen de dicha inversión: Estados Unidos (29.9%), centros financieros (22.3%), Japón (15.3%), Francia (8.9%), Reino Unido (4.9%) y Suiza (4.5%).

Si analizamos en forma más crítica, es evidente que el volumen de las transacciones del programa oficial fue bastante deplorable para un país del tamaño de Brasil, y la operación del programa no dio un sentido claro de orientación a los inversionistas. Esta mezcla de criterios fue característica de la confusa estrategia para la conversión de la deuda en capital en particular y la gestión de la deuda en general. Es digno de señalar que el volumen del programa oficial de 1987-1988 de conversión de la deuda basado en las subastas ni siquiera superó el del programa restringido de 1984-1987 de capitalización directa. Además, las autoridades del Banco Central han reconocido un volumen de conversión no oficial de la deuda en capital de 4 300 millones de dólares. Si, de hecho, todos los mecanismos de conversión de la deuda usados en Brasil originaron inversiones extranjeras directas del or-

Cuadro 6
ALGUNOS DE LOS PRINCIPALES PAISES DEUDORES: IMPORTANCIA DE LA CONVERSION DE LA DEUDA
EXTERNA EN CAPITAL (CDC) PARA LA INVERSION EXTRANJERA DIRECTA (IED)^{ab}
(Millones de dólares y porcentajes)

	IED mediante CDC 1985-1989 (1)	Total IED 1985-1989 (2)	Total IED 1978-1982 (3)	IED mediante CDC (1) / (2)	Nivel de IED (2) / (3)
México	3 052	10 098	8 279	30	122
Brasil	4 529	7 687	11 775	59	65
Chile	3 160	3 947	1 424	80	277
Argentina	731	3 646	2 183	20	167
Filipinas	473	2 306	582	21	396
<i>Total</i>	<i>11 945</i>	<i>27 684</i>	<i>24 243</i>	<i>43</i>	<i>114</i>

Fuente: Unidad conjunta CEPALCET sobre Empresas Transnacionales, a base de información oficial y datos del Fondo Monetario Internacional (FMI) referentes a la balanza de pagos.

^a El objetivo de este cuadro es estandarizar la información de que se dispone acerca de la deuda con los bancos transnacionales descontada que se convirtió oficialmente en inversión extranjera directa materializada, excluido el efecto de todo requisito de dinero fresco o inversiones complementarias.

^b Incluye sólo aquella parte que corresponde a las empresas extranjeras.

Cuadro 7
ALGUNOS DE LOS PRINCIPALES PAISES DEUDORES: IMPORTANCIA DE LA CONVERSION DE LA DEUDA
EXTERNA EN CAPITAL (CDC) PARA LA REDUCCION DE LA DEUDA CON BANCOS TRANSNACIONALES (BTN),
1985-1989

	Deuda con BTN 1987 (1)	Reducción mediante CDC 1985-1989 (2)	Reducción total de la deuda 1985-1989 (3)	Porcentaje de reducción (3) / (1)	Porcentaje de reducción mediante CDC (2) / (3)
Brasil	65 700	8 559	12 900	20	66
Chile	14 800 ^a	3 426 ^b	9 100	61	38
México ^c	74 500	4 162	8 700	12	48
Argentina	30 600	2 276	2 400	8	95
Filipinas ^d	11 700	849 ^b	1 700	15	50
<i>Total</i>	<i>197 300</i>	<i>19 272</i>	<i>34 800</i>	<i>18</i>	<i>55</i>

Fuente: Unidad conjunta CEPALCET sobre Empresas Transnacionales, a base de información oficial, y BIRF, *Cuadros de la deuda en el mundo, 1990-1991. Deuda externa de los países en desarrollo*, vol. 2, cuadros sobre los países, Banco Mundial, Washington, D.C., 1990.

^a Esta cifra corresponde a 1985, el punto más alto de las obligaciones con los bancos transnacionales en el período 1985-1990.

^b A junio de 1990.

^c En 1990 se registró una importante reducción de las obligaciones pendientes con los bancos transnacionales del orden de los 6 900 millones de dólares (excluidas las obligaciones adicionales en dinero nuevo).

^d En 1990 se registró una importante reducción de las obligaciones pendientes con los bancos transnacionales, del orden de los 1 300 millones de dólares (excluidas las obligaciones adicionales en dinero nuevo).

den de los 4 500 millones de dólares en 1985-1989, cabe pensar que la adicionalidad ha sido baja, puesto que los bancos transnacionales usaron los mecanismos de conversión de la deuda para fines de reinversión subvencionada o como sustituto de la inversión extranjera directa. Las compras con descuento de deudas en divisas y su rescate a valor nominal en moneda nacional, así como las prácticas especulativas, parecen haber sido toleradas por las autoridades aunque no produjeron una afluencia importante de inversión extranjera directa o una reducción considerable de la deuda de Brasil con los bancos transnacionales, conforme a condiciones que favorecerían la estabilidad y el crecimiento nacional.

El análisis de estos cinco programas nacionales para la conversión de la deuda en capital demuestra que el mecanismo puede usarse para diferentes propósitos según la situación en que se halle el país deudor. Aún más, un programa establecido puede modificarse repentinamente para orientarlo a otros fines. En los cuadros 6 y 7 aparece un resumen de la información existente sobre los objetivos de la promoción de la inversión extranjera directa y la reducción de la deuda con respecto a estos cinco programas.

En el cuadro 6 se muestra con bastante claridad que sólo un programa, el de Chile, ha logrado transformar el mecanismo de conversión de la deuda en capital en el medio principal de promover la inversión extranjera directa, en una situación de corrientes de inversión en aumento.⁴ El 80% del valor de las corrientes de inversión extranjera directa en 1985-1989 (que dobló con creces el valor de aquellas del período de "auge", 1978-1982) se encauzó a través del programa de conversión de la deuda. El programa brasileño consiguió canalizar casi el 60% de las corrientes de inversión extranjera directa a través del pro-

grama de conversión de la deuda, pero fue apenas dos tercios de los flujos "normales" de dicha inversión. Casi una tercera parte de la mayor afluencia de inversiones extranjeras de México se encauzó a través de su programa de conversión de la deuda. Argentina y Filipinas tuvieron algún éxito en cuanto a aumentar las corrientes de inversión extranjera directa, pero sus programas de conversión de la deuda no fueron especialmente importantes en la obtención de ese resultado. El promedio de estos cinco países, que es sin duda engañoso, da a entender que mientras la afluencia de inversión extranjera directa aumentó levemente, más del 40% de esa afluencia correspondió a programas de conversión de la deuda en los años 1985-1989. Ello indica que lo importante, al examinar los resultados en forma comparativa, no son los montos globales sino la índole de los programas en cuanto a lograr modificar las circunstancias nacionales.

Un caso similar se da respecto del objetivo de reducción de la deuda. En el cuadro 7 se señala que sólo el programa de un país —el de Chile, nuevamente—, logró reducir en forma considerable la deuda con los bancos transnacionales (en 61%) y hacerlo en gran medida (38%) por medio del programa de conversión de la deuda en capital. Es muy cierto que *todos* los otros deudores importantes de hecho hicieron un uso más intenso de la conversión de la deuda en capital para reducirla, pero su nivel de reducción fue menor (de 8% a 20% de la cuantía de la deuda). Debe mencionarse que México y Filipinas pusieron en práctica planes similares a la iniciativa Brady para la reducción de la deuda y su servicio en 1990, pero en ninguno de los dos casos el programa de conversión de la deuda en capital fue el mecanismo principal. Además, el promedio del grupo ofrece una visión bastante inexacta de la situación de cada uno de estos programas desde el punto de vista del objetivo de reducir la deuda con los bancos transnacionales.

⁴ Los bancos transnacionales han alabado el ejemplo de Chile. Véase *The Institute of International Finance, Inc., 1990*.

III

Conclusiones

Como ya es evidente, los principales deudores han exhibido una tendencia clara, en los programas de conversión de la deuda externa en capital, a quitarle relieve al objetivo de promover la inversión extranjera directa y a concentrarse más bien en captar una parte considerable del descuento en el mercado secundario sobre la deuda de esos países con los bancos transnacionales. Esa tendencia se aceleró al crecer desmesuradamente los descuentos en los mercados secundarios a partir de 1987. Si bien a los bancos transnacionales, especialmente los que dominan los comités asesores de estos deudores, les gustan los programas de conversión de la deuda en capital (sobre todo los que hacen hincapié en la promoción de la inversión extranjera directa y que convierten la deuda con los bancos transnacionales a un valor cercano al par), es indiscutible que estos programas ya no son el mejor medio de que se dispone para captar una porción del descuento. Se generalizan cada vez más las operaciones de descuento al estilo de la iniciativa Brady.

A pesar de que el mecanismo de conversión de la deuda en capital ya no goza de la acogida que tuvo antes, es importante señalar que dichos programas pueden aún ser útiles para promover los objetivos definidos por las autoridades nacionales, incluso si a menudo son una imposición de los acreedores. Para ser útiles deben formularse minuciosamente con el fin de que se centren en *un solo* objetivo principal y, en la medida que ello sea posible, reflejen las prioridades nacionales. El análisis de los programas individuales de conversión de la deuda en capital —no de estadísticas globales— ofrece la posibilidad de aprender de la experiencia de otros. Un examen a nivel de países particulares de los datos sobre las corrientes de inversión extranjera directa basada en la conversión de la deuda en capital y sobre la reducción de la deuda con los bancos transnacionales confirma lo dicho.

Junto con la actual propensión general a dar la máxima importancia en los programas de conversión de la deuda en capital a la captación de

descuentos y no a la promoción de la inversión extranjera directa, los principales deudores mostraron una tendencia a reemplazar la gestión de la crisis por la gestión de la deuda. Los países que lo hicieron son aquellos que han logrado los mejores resultados, desde el punto de vista de la economía política, de la conversión de la deuda en capital. Los que han obtenido los resultados menos favorables son los deudores importantes que no han puesto en práctica políticas serias de ajuste estructural.⁵ En una situación de inestabilidad macroeconómica, los efectos negativos de los programas de conversión de la deuda en capital a menudo anulan toda contribución positiva, y las consecuencias son generalmente la inflación y las prácticas especulativas. En estas circunstancias, es quizás más seguro dar relieve en estos programas de conversión de la deuda a la captación de los descuentos más cuantiosos en el ámbito de un plan serio de privatización, de modo de reducir al mínimo el efecto en las variables monetarias. Además, los programas de conversión de la deuda pueden usarse para lograr ciertas dispensas de los bancos transnacionales, tales como aquellas que tienen que ver con las cláusulas de los contratos de préstamo que se refieren al pago anticipado y las que estipulan que se han de compartir los reembolsos, lo que ha de ser útil para la concertación posterior de acuerdos de reducción de la deuda y su servicio.

Aprovechar las enseñanzas que deja la experiencia concreta de otros deudores importantes y estar alerta a posibles nuevas iniciativas son dos aspectos que con frecuencia no tienen en cuenta los deudores, pero que son necesarios para la preparación de su repertorio de opciones.

(Traducido del inglés)

⁵ Se presentó un interesante cuadro sobre reformas en materia de políticas en América Latina durante el decenio de 1980, en *Latin Finance*, N° 15, marzo de 1990, p. 63. Se basó principalmente en John Williamson (comp.), 1990.

Bibliografía

- Argentina, Banco Central de la República (1987): Comunicación A-1109: programa de conversión de la deuda pública externa, *Normas ordenadas permanentes*, S.R.L, 27 de octubre.
- Balino, Tomás J.T. (1987): *The Argentine Banking Crisis of 1980*, IMF Working Paper, WP/87/77, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional, 17 de noviembre.
- Bielschowsky, R. (1990): The Brazilian experience in debt equity conversion: an evaluation, Centro de las Naciones Unidas sobre Empresas Transnacionales CET/Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), octubre, mimeo.
- Bouzos, R. y S. Keifman (1990): El menú de opciones y el programa de capitalización de la deuda externa argentina, *Conversión de deuda externa y financiación del desarrollo en América Latina*, R. Bouzos y R. Ffrench-Davis (comps.), Buenos Aires, Grupo Editor Latinoamericano, Colección de Estudios Internacionales.
- Brasil, Banco Central (1988): *Brazilian Debt for Equity Program*, Río de Janeiro, Fiscalizaçao e Registro de Capitais Estrangeiros (FIRCE)
- _____ (1989): *Conversão da dívida em capital de risco: retrospectiva e avaliação*, DEPEC/FIRCE, diciembre.
- Business International Corporation (1987): *Debt Equity Swaps: How to Tap an Emerging Market*, Nueva York, agosto.
- _____ (1988): *Debt Equity Swaps Handbook: Programs, Tax and Legal Issues, New Trends and Corporate Case Studies*, Nueva York, noviembre.
- Calcagno, Eric (1987): *Los bancos transnacionales y el endeudamiento externo en la Argentina* (LC/G.1483-P), Cuadernos de la CEPAL, N° 56, Santiago de Chile, noviembre. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: 5.87.II.G.3.
- CET (Centro de las Naciones Unidas sobre las Empresas Transnacionales) (1990): *Debt Equity Conversions: a Guide for Decision-Makers* (ST/CTC/104), Nueva York. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.90.II.A.22.
- _____ (1991): *Transnational Banks and the International Debt Crisis*, ST/CTC/96, Nueva York, Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.90.II.A.19.
- Chile, Banco Central (1988): *Provision of the Conversion of External Debt*, Santiago de Chile.
- De Freitas, Carlos E. (1988): Conversión de la deuda externa en inversiones directas: experiencia brasileña, documento preparado para un seminario sobre conversión de la deuda externa, Caracas, mayo, mimeo.
- De Moraes, Pedro B. (1988): The debt-equity conversion program in Brazil, mimeo.
- Dreizzen, Julio (1988): Argentina: programa de conversión de la deuda externa, documento preparado para un seminario sobre conversión de la deuda externa, Caracas, mayo, mimeo.
- Dytianquin, Norma G. e Iluminada T. Sicat (1988): Debt-to-equity conversion: the Philippine experience, *CB Review*, octubre.
- Ffrench-Davis, R. (1990): Conversión de la deuda externa en Chile, 1985-88, *Conversión de deuda externa y financiación del desarrollo en América Latina*, R. Bouzos y R. Ffrench-Davis (comps.), Buenos Aires, Grupo Editor Latinoamericano, Colección Estudios Internacionales.
- Filipinas, Banco Central (1986): Circular N° 1111, 4 de agosto.
- Fontaine, J. Andrés (1988): Los mecanismos de conversión de deuda en Chile, *Estudios públicos*, N° 30, Santiago de Chile, Centro de Estudios públicos (CEP), otoño.
- Fuchs, Mariana (1990): *Los programas de capitalización de la deuda externa argentina* (LC/BUE/R.153), Buenos Aires, CEPAL, junio.
- García, A. y Silvia Junco (1987): Historia de la renegociación de la deuda externa argentina, *Boletín informativo Techint*, N° 245, Buenos Aires, SIDERCA, Propulsora Siderúrgica Santa María y Techint, enero-febrero.
- Godinez, M. e I. Ruprah (1990): En busca del descuento del mercado: México y el enfoque no convencional de la deuda externa, *Conversión de la deuda externa y financiación del desarrollo de América Latina*, R. Bouzos y R. Ffrench-Davis (comps.), Buenos Aires, Grupo Editor Latinoamericano, Colección Estudios Internacionales.
- Lagos, R. (1989): Debt relief through debt conversion- a critical analysis of the Chilean debt conversion program, tesis presentada al Institute of Development Studies, Sussex, Londres, Universidad de Sussex, mimeo.
- Madrid, Raúl (1990): *Over-Exposed U.S. Banks Confront the Third World Debt Crisis*, Washington, D.C., Investor Responsibility Research Center, Inc.
- México (1986): *Manual operativo para la capitalización de pasivos y sustitución de deuda por inversión*, México, D.F.
- _____ (1990a): Convocatoria para la subasta de derechos del programa de intercambio de deuda pública por capital, *Diario oficial de la Federación*, México, D.F., 16 de julio.
- _____ Ministerio de Finanzas, Subsecretaría de Asuntos Financieros Internacionales (1990b), Debt equity programs: the Mexican experience, informe preparado para el Centro de las Naciones Unidas sobre Empresas Transnacionales (CET), septiembre, mimeo.
- Mortimore, M. (1989): Conductas de los bancos acreedores de América Latina, *Revista de la CEPAL*, N° 37, (LC/G.1547-9), Santiago de Chile, abril.
- Mortimore, M. y T. Huss (1991): Informe sobre la modernización industrial en México: resultados de la encuesta a las principales empresas con capital extranjero del sector manufacturero realizada en mayo-junio de 1990, Centro de las Naciones Unidas sobre Empresas Transnacionales (CET)/Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) (LC/L.613), 21 de marzo de 1991 (Este documento se publicará próximamente en *Comercio Exterior* (México)).
- Schvarzer, J. (1983): Argentina 1976-1981; el endeudamiento externo como pivote de la especulación financiera, *Economía de América Latina*, N° 10, México, D.F., Centro de Investigación y Docencia Económicas, A.C. (CIDE), primer semestre.
- Suratos, Armando (1990): Case study of the Philippine debt equity conversion program, informe preparado para el Centro de las Naciones Unidas sobre Empresas Transnacionales (CET), Nueva York, septiembre, mimeo.

- The Economist*: (1987), Guide to debt equity swaps, special report N° 1104, Londres, The Economist Publications Limited, septiembre.
- The Institute of International Finance, Inc. (1990): *Fostering Foreign Direct Investment in Latin America*, Washington, D.C., julio.
- Unidad conjunta CEPAL/CET (1989): *El comportamiento de los bancos transnacionales y la crisis internacional de endeudamiento*, Estudios e Informes de la CEPAL, N° 76, Santiago de Chile, septiembre. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.89.II.G.12.
- Wald, Arnold (1988): Aspectos jurídicos da conversão de dívida externa, *Carta mensal de Rio de Janeiro* N° 34 (397), abril.
- Williamson, John (comp.) (1990): *Latin American Adjustment: How Much Has Happened?*, Washington, D.C., Institute for International Economics, abril.
- Williamson, Mary L. (1990): Chile's debt conversion programs, informe preparado para la Unidad Conjunta CEPAL/CET sobre Empresas Transnacionales, Santiago de Chile, agosto, mimeo.