

Distr.
RESTRINGIDA

LC/R.614
29 de septiembre de 1987

ORIGINAL: ESPAÑOL

C E P A L
Comisión Económica para América Latina y el Caribe

LA CONVERSION DE LA DEUDA EXTERNA: ANTECEDENTES,
EVOLUCION Y PERSPECTIVAS */

*/ Este trabajo fue preparado por el señor Eugenio Lahera mientras fue Consultor del Proyecto PNUD/CEPAL "Financiamiento del Desarrollo" RLA/87/003. Las opiniones expresadas en este documento son de responsabilidad exclusiva del autor y pueden no coincidir con las de la Organización. El autor agradece los comentarios de Robert Devlin, Nicolás Eyzaguirre, Alicia Frohmann, Carlos Massad, Arturo Núñez del Prado y Roberto Zahler. Agradece también el eficiente trabajo de Alejandra Orrego. La información está actualizada hasta el 29 de septiembre de 1987.

Indice

| | <u>Página</u> |
|---|---------------|
| INTRODUCCION | 1 |
| Primera Parte - CARACTERIZACION DE LA CONVERSION | 3 |
| 1. ¿Qué es la conversión? | 3 |
| 2. Tipos de conversión | 5 |
| 3. Aspectos operativos | 8 |
| 4. Agentes | 10 |
| Segunda Parte - DESARROLLO DEL MERCADO DE PAGARES | 12 |
| 1. Antecedentes. Volumen de las operaciones | 12 |
| 2. Características del mercado | 15 |
| 3. Políticas de conversión de los países deudores | 18 |
| a) Brasil | 20 |
| b) Chile | 24 |
| c) México | 47 |
| d) Costa Rica | 52 |
| e) Filipinas | 53 |
| f) Ecuador | 55 |
| g) Venezuela | 56 |
| h) Honduras | 58 |
| i) Argentina | 59 |
| j) Bolivia | 62 |
| k) Otros países | 63 |
| 4. Políticas en los países de los bancos acreedores | 67 |
| a) Estados Unidos | 67 |
| b) La agencia japonesa en Islas Cayman. | 70 |
| c) Organismos multilaterales | 72 |
| d) Los bancos acreedores | 73 |
| 5. La previsión de pérdidas de los bancos de EE.UU. y sus consecuencias probables. | 74 |
| 6. Perspectivas de la conversión | 77 |

| | |
|---|-----|
| Tercera Parte - UNA EVALUACION DE LOS EFECTOS DE LA CONVERSION PARA AMERICA LATINA | 83 |
| 1. Balanza de pagos | 83 |
| a) Monto de la deuda | 83 |
| b) Intereses | 84 |
| c) Repatriación y bloqueo de capitales | 85 |
| 2. Inversión extranjera directa | 89 |
| a) Política de inversión extranjera .. | 89 |
| b) Monto de la inversión | 90 |
| c) Transferencias de activos | 91 |
| d) Incentivos a la IED | 92 |
| e) Deuda externa de los transnacionales | 93 |
| 3. Sistema financiero nacional | 96 |
| a) Oferta de dinero | 96 |
| b) Desplazamiento de inversión | 97 |
| c) Tasas de interés | 97 |
| d) Situación financiera de las empresas | 98 |
| e) Tipo de cambio | 98 |
| f) Mercado de acciones | 98 |
| g) Cambio de tasas de interés de la deuda | 98 |
| Cuarta parte - CONCLUSIONES Y ALTERNATIVAS | 101 |
| 1. Conclusiones | 101 |
| 2. Alternativas de política | 108 |
| a) Deuda externa | 108 |
| b) Inversión extranjera directa | 111 |
| c) Repatriación de capital | 112 |

INTRODUCCION

El objetivo de este trabajo es analizar y evaluar las modalidades de conversión de la deuda externa (en adelante CDE) 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. Existen diversos grupos para los que la CDE presenta ventajas: el caso público, sin embargo, es más difícil, o menos evidente, salvo que se le considere - por principio - idéntico a la suma de los intereses particulares.

La CDE se ubica en una intersección temática, principalmente con la inversión extranjera directa, pero también con otros temas, tales como la política monetaria y la fuga de capitales. De allí la necesidad de estudiar sus diversas repercusiones. Desde otro punto de vista, la conversión de la deuda externa admite numerosas modalidades: algunas de las diferencias resultantes son meramente formales o tienen importancia secundaria. Otras, en cambio, modifican de manera importante el impacto del esquema sobre las diversas variables macroeconómicas. De allí que para su estudio sea necesario realizar 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 analizan diversos aspectos del mercado de la CDE; en la tercera sección se evalúa su impacto en diferentes aspectos de la economía de América Latina; en la

cuarta y última parte se extraen algunas conclusiones y se plantean distintas alternativas de acción en torno a este tema.

Primera Parte

CARACTERISTICAS DE LA CONVERSION

1. ¿Qué es la conversión?

La capitalización de la 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 opciones son comunes en los préstamos locales, pero no se han dado hasta ahora en relación a los acreedores de préstamos públicos; en estos casos el colateral es simplemente la garantía estatal, si bien en el sector privado también pueden plantearse problemas, dada la transferencia de activos a factores extranjeros que dicha capitalización suele acarrear. Ha sido la ocurrencia consecutiva de la crisis del sector financiero externo de América Latina y de la creación de un mercado secundario para los instrumentos de préstamos problemáticos la que ha creado esta oportunidad.

La valorización del mercado de un contrato de préstamo es el valor presente de la expectativa del flujo de pagos que se realizará según los términos del contrato. En la mayoría de los casos el valor contractual estará un poco por encima del valor del mercado para cubrir el riesgo de incumplimiento. En el caso en que dicho incumplimiento se materialice,

la deuda tendrá un valor de mercado inferior, conforme a las estimaciones que se hagan sobre la exigibilidad del compromiso.

Cuando el acreedor y el deudor tienen residencia legal en un mismo país, el conflicto que pueda plantearse 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. 1/

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 obtendrá utilidades, como sucedió con la Chrysler. 2/

1/ Michael Dooley, "Market Valuation of External Debt", Finance and Development, marzo 1987, p. 7.

2/ Richard Weinert, "Swapping Third World Debt", Foreign Policy, No. 65, invierno 1986-1987, p. 89.

2. Tipos de conversión

Existen diversos casos de CDE. El más simple corresponde a aquél en que la entidad deudora y la acreedora forman parte de una misma empresa, como ocurre en una empresa transnacional. La situación se complica 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 un agente pueda escoger cualquier título para capitalizarlo en activos de su elección en el país deudor. Esto implica una política deliberada.

De acuerdo a estas consideraciones existen tres tipos básicos de operaciones de CDE. Ellos son:

- a) Capitalizaciones de la deuda. Un acreedor convierte un crédito en una firma privada en participación accionaria en ella, normalmente como parte de un proceso de quiebra.
- b) Canje de deuda por liquidez. Un operador adquiere deuda denominada en moneda extranjera, la que es negociada por un activo denominado en moneda local. En un tercer paso, el activo denominado en moneda local se vende en dicha moneda y el producto puede usarse para diversos fines.
- c) Canje de deuda por capital. Estas transacciones son similares a las anteriores, pero el resultante debe usarse para inversión.

Desde otro punto de vista, alrededor de la mitad de las operaciones de canje de deuda son realizadas entre bancos que buscan mejorar su cartera. Estas son transacciones de deuda por deuda. Las obligaciones son canjeadas en conformidad a su calidad relativa. ^{1/}

^{1/} Euromoney, mayo de 1987, p. 117.

En los casos de CDE con pagarés con grandes descuentos en el mercado secundario, se ha planteado la posibilidad de canjear el alivio de la deuda por un programa de desarrollo. El gobierno donante compraría la deuda al precio del mercado y el país beneficiario financiaría el proyecto de desarrollo con sus propios recursos en moneda local.^{1/}

Existen diversas alternativas adicionales de utilización de CDE. Entre ellas destacan tres: los Fondos Mutuos, las Zonas de Libre Comercio y el canje de deuda para un traspaso local.

La Corporación Financiera Internacional (subsidiaria del Banco Mundial) insta a los países deudores a abrir un mercado accionario para la inversión extranjera y a establecer fondos mutuos nacionales en que puedan realizarse inversiones extranjeras. Persisten las dudas sobre quien debería manejar los fondos, los impuestos aplicables y el tipo de acciones que podría adquirirse por este fondo. ^{2/} En Filipinas está iniciando sus actividades un fondo capitalizado con deuda convertida, como resultado de una iniciativa conjunta de la IFC y la firma Shearson Lehman.^{3/} En Brasil se estudia la posibilidad de permitir la conversión de deuda en fondos mutuos especiales destinados a inversiones en el mercado accionario. En Chile se aprobó recientemente el correspondiente sistema.^{4/}

^{1/} South, julio de 1987, p. 107.

^{2/} The Economist, 7 de marzo de 1987.

^{3/} Lenny Glyn, "Taking the Hit on LDC Debt", Institutional Investor, julio de 1987, p. 171.

^{4/} Vide infra segunda parte No. 3.

En cuanto a las Zonas de Libre Comercio en las que podrían utilizarse fondos provenientes de CDE, su posibilidad se ha mencionado en Brasil, Perú y Uruguay. 1/

Otra modalidad cuya adopción se estudia en algunos países es el canje de deuda externa por deuda local, la que a su vez es traspasada en condiciones ventajosas para el agente. 2/

1/ Business Latin America, 3 de agosto de 1987.

2/ Business Latin America, 6 de abril de 1987.

3. Aspectos operativos

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. 1/

El fruto de la 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.2/

1/ Sobre las modalidades de extinción de la deuda, véase Christopher Sloakes, "Getting Rid of Sovereign Debt", Euromoney, septiembre 1986, pp. 40-41.

2/ World Financial Markets, septiembre 1986, p. 8

Si las relaciones entre descuentos, comisiones y el diferencial cambiario se alteran, las operaciones languidecen o aumentan, según la dirección de dicho cambio.

4. 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 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, si bien este es un tema sobre el que existen discrepancias de opinión (vide infra Segunda Parte, número 4). 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 Citibank, el Bankers Trust, el Libra Bank y el Banco de Montreal. En Japón han estado activos el Banco Industrial de Japón y el Sumitomo.

La situación dió un vuelco cuando en mayo de 1987 el Citicorp anunció que aumentaría sus reservas en 3 000 millones de dólares en relación directa con sus préstamos problemáticos. Esta decisión desencadenó una ola de operaciones similares de los demás bancos

principales de los Estados Unidos y quizás marque un punto de inflexión en la relación financiera de América Latina con los grandes bancos. Citicorp está ahora en un mejor pie de negociación, tanto con América Latina como con el gobierno de los Estados Unidos.

Existen alrededor de mil bancos con exposición en los países en desarrollo, incluyendo grandes, medianos y pequeños. Por otra parte, alrededor de 250 bancos comerciales y de inversión y alrededor de 80 compañías no financieras son activas en el mercado del canje de deuda. Este comercio es relativamente intenso en relación a la deuda de una docena de países, pero hay más de 20 otros países cuya deuda se canjea ocasionalmente.^{1/}

Otros agentes de la conversión son los operadores locales o extranjeros - en la mayor parte de los países ella no está disponible para los nacionales - que buscan invertir, financiar operaciones productivas y de otra índole, repatriar capitales o aprovechar lucrativamente divisas que mantengan el país. ¿Debería llamárseles inversionistas o especuladores? La respuesta varía según los casos.

Por otra parte, un pequeño grupo de grandes bancos comerciales y de fomento y también firmas de abogados o de intermediarios obtienen 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 se ha señalado el interés de estos bancos y firmas como uno de los impulsos que activan la conversión.^{2/}

1/ Financial Times, 21 de mayo de 1987

2/ The New York Times, 5 de mayo de 1987.

Segunda Parte

DESARROLLO DEL MERCADO DE PAGARES

1. Antecedentes. Volumen de las operaciones

El desarrollo del mercado se dió a partir del intercambio o canje (swap) de las obligaciones de la deuda entre los bancos acreedores, de manera de mejorar su cartera a principios de 1983. Como un desarrollo natural apareció la alternativa de canjear los pagarés con los países deudores. Esta forma parte de la tendencia a la securitization de la deuda, de la cual forman parte, entre otros, los bonos de salida - exit bonds - que correspondan al canje de bonos de la deuda por otros con intereses fijos, menores que los originales, a cambio de no participar en nuevas operaciones financieras con el país.^{1/}

Eliminada la doble contabilidad, durante 1986 en América Latina y en otros países con deuda restructurada, las operaciones de conversión probablemente alcanzaron a 5 000 millones de dólares. La mayor parte de las transacciones tuvieron como objetivo la recomposición de las carteras de los bancos, pero probablemente 40% de las transacciones correspondió a operaciones de conversión. ^{2/} Para 1987 se espera que el mercado secundario fluctúe entre 10 y 12 mil millones de dólares. ^{3/}

^{1/} Sobre la experiencia de Argentina con los exit bonds puede verse Alexander Nicoll "Pressure Rises on Argentina's Creditors to Accept Exit Bond", Financial Times 13 de julio de 1987, The Economist 12 de septiembre de 1987, p. 84 y 19 de septiembre de 1987, p. 82.

^{2/} Martin Schubert, "Debt Equity Swaps: Definition and Economic Context", p. 5.

^{3/} Journal of Commerce, 21 de mayo de 1987.

Las operaciones de conversión realizadas en la región suman alrededor de 6 mil millones de dólares hasta mediados de 1987 (Cuadro 1). Puede señalarse que, además de los programas de convenios iniciados y apoyados por la autoridad económica de los países deudores, algunos bancos acreedores han cambiado pagarés por capital en operaciones privadas. 1/

A fines de 1986 la deuda regional llegaba a 382 mil millones de dólares y de dicho total, algo más de dos tercios era con la banca comercial. Por lo tanto, el potencial elegible para conversión podría llegar a 250 mil millones de dólares. Existen sin embargo diversas limitaciones a la CDE tanto respecto de las políticas de los diversos países, como por la existencia de un número limitado de oportunidades de inversión, así como de oferta de pagarés.

1/ Fondo Monetario Internacional, International Capital Markets, diciembre 1986, p. 64.

Cuadro 1

CONVERSION DE LA DEUDA EXTERNA HASTA MEDIADOS
DE 1987, POR PAISES

(en miles de millones de dólares)

| | Monto de conversión | Deuda 1986 | | Proporción de deuda con los bancos convertida |
|------------|---------------------|------------|----------------|--|
| | | Total | Con los bancos | |
| Argentina | 0.5 | 50.0 | 33.0 | 1.5 |
| Brasil | 2.5 | 108.2 | 77.9 | 3.2 |
| Chile | 1.9 | 22.0 | 13.9 | 13.6 |
| Costa Rica | 0.0 | 4.2 | 1.4 | 2.8 |
| Ecuador | 0.1 | | 5.8 | 1.1 |
| México | 0.9 | 105.9 | 77.3 | 1.1 |
| TOTAL | 6.0 | 290.3 | 209.0 | 2.9 |

Fuente: Morgan Guaranty, World Financial Markets, junio-julio 1987, p. 12.

Deuda total: CEPAL.

2. Características del mercado

El cuadro 2 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. Se trata de un mercado con exceso de intermediación, en el que se agitan muchos operadores a la búsqueda de ganancias.

Se ha señalado que se trataría de un mercado sobrerregulado; sin embargo, sobrerregulación es un concepto que requiere precisión. No puede entenderse como tal la existencia de un conjunto de requisitos a ser llenados por el inversionista extranjero, ya que el punto relevante es si la regulación corresponde a los objetivos específicos de la autoridad económica. El exceso de regulación será, entonces, el que va más allá de lo necesario para dichos objetivos. Ello no quita que habitualmente exista más de una manera de hacer las cosas y una mezcla es más eficiente que las otras.

El dinamismo del mercado se origina en la decisión de los bancos de reducir su exposición en la región. Sin embargo, como señalara una alta ejecutiva de uno de los bancos mayores, "la fuerza motriz detrás del mercado de conversión de la deuda es el descuento con el que se negocia la deuda actualmente".^{1/} De acuerdo a la misma ejecutiva, "el factor que explica el descuento es, hasta cierto punto, la falta de profundidad del mercado, pero también refleja claramente la preocupación respecto de la

^{1/} Susan Segal, Senior Vice-President Manufacturers Hanover Trust Company, Entrevista en The CTC Reporter No. 23, primavera 1987, p. 34.

Cuadro 2

VALOR DE MERCADO DE LOS PAGARES DE LA DEUDA EXTERNA, POR PAISES

(100 - valor nominal)

| País | 1985 | 1986 | | 1987 | | | | |
|------------|-------|-------|------------------|-----------|---------|-------|-------|----------------------|
| | Junio | Enero | Junio | Diciembre | Febrero | Marzo | Mayo | Agosto ^{b/} |
| Argentina | 60-65 | 62-66 | 63-67 | 62-66 | 62-65 | 63 | 58 | 43 |
| Bolivia | nd | nd | 7 ^{a/} | nd | nd | 55-10 | 11-13 | 14 |
| Brasil | 75-81 | 75-81 | 73-76 | 74-77 | 73-75 | 69 | 62 | 40 |
| Costa Rica | nd | nd | nd | 40 | nd | 45 | nd | nd |
| Chile | 65-69 | 65-69 | 64-67 | 65-68 | 68 | 68 | 71-72 | 61 |
| Colombia | 81-83 | 82-84 | 80-82 | 90 | nd | nd | nd | nd |
| Ecuador | 65-70 | 68-71 | 63-66 | 63-65 | nd | 62 | 50 | 36 |
| México | 80-82 | 69-73 | 55-59 | 54-57 | 56-58 | 58 | 58 | 50 |
| Perú | 45-50 | 25-30 | 17-23 | 16-19 | 16-19 | nd | 14 | 12 |
| Uruguay | nd | nd | 64 ^{a/} | nd | nd | nd | nd | 67 |
| Venezuela | 81-83 | 80-82 | 75-78 | 72-74 | 72-74 | 72 | 72-75 | 63 |
| Filipinas | nd | nd | nd | 72-76 | 74 | 74 | 70 | 63 |

Fuente: Junio 1985 - diciembre 1986, Shearson, Lehman Brothers, Loan Transactions Group. Febrero 1987, Fortune, 30 de marzo de 1987, Shearson Lehman Brothers en The Economist, 21 de marzo de 1987. Marzo 1987, Business Latin America, 20 de abril de 1987. Mayo 1987

^{a/} Mayo 1986, Rudiger Dornbusch, The Debt Problems and Some Proposed Solutions, octubre 1986.

^{b/} Agosto 1987, EL Mercurio, Santiago, septiembre de 1987.

capacidad de los respectivos países para pagar las obligaciones en los plazos acordados".^{1/}

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 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. De allí que la tasa de descuento haya aumentado, reduciéndose el valor de los bonos.

^{1/} Susan Segal, Senior Vice-President Manufacturers Hanover Trust Company, Entrevista en The CIC Reporter No. 23, primavera 1987, p. 34.

3. Políticas de conversión de los países deudores

Los sistemas de conversión de la deuda externa presentan importantes puntos de coincidencia pero también grandes diferencias entre sí. La variedad de modalidades de la conversión es hoy bastante extensa y en los numerosos sistemas en aplicación se encuentran diferencias en relación al tipo de deuda convertible - privada o pública, capital o intereses - y la existencia de topes máximos o cupos temporales; el precio de cambio y el medio de pago de los pagarés, así como la existencia o no de la obligación de aportar fondos frescos y la posibilidad de blanquear capitales; el tipo de operadores o agentes, nacionales, extranjeros o ambos; los usos aceptados de los fondos provenientes de la concertación, la existencia de sectores prioritarios de inversión y la posibilidad de comprar activos locales; la aplicabilidad de las normas generales de inversión extranjera y la concurrencia de la conversión con otros regímenes promocionales.^{1/}

(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. En todos los países de América Latina la CDE se refiere al principal y no a los intereses. 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

^{1/} Eugenio Lahera, "Los pagarés de la deuda externa y los problemas financieros de América Latina", Cono Sur, Vol. VI, No. 5, octubre-diciembre 1987.

CARACTERÍSTICAS DE LOS PROGRAMAS DE CONVERSION DE DEUDA EXTERNA EN PAISES SELECCIONADOS

| | Argentina | Brasil | Costa Rica | Chile | Ecuador | Filipinas | México | Venezuela |
|---|--|---|---|--|---------------------------------------|--|--------------------------------------|---|
| ASPECTOS GENERALES | | | | | | | | |
| Fecha de inicio del Programa | Mayo 1987 | Diciembre 82- Junio 1984 | Agosto 86 | Mayo 1985 | Diciembre 1986 | Agosto 1986 | Abril 1986 | Abril 1987 |
| Tipo de deuda convertible | Pública Capital | Pública Privada Capital | Pública Privada Capital | Pública Privada Capital | Privada Capital | Pública Privada Capital e intereses | Pública Capital | Pública Privada Capital |
| Usos aceptados para los fondos en moneda local | Inversión Eventual pago de deuda Local | Inversión | Inversión | Inversión-Pago de deuda local- Otros | Inversión | Inversión | Inversión-Pago de deuda local | Inversión-Pago de deudas Locales |
| Quiénes pueden operar con el programa | Bancos, Ets empresas | Bancos, Ets | Bancos, Ets, empresas y personas | Bancos, Ets, em empresas, perso nas jurídicas y naturales. Nacio les en el Capítulo XVIII | Bancos, Ets, empresas, personas | Bancos, Ets, empresas y personas. Nacionales y extranjeras. | Bancos, Ets, personas | Bancos, Ets empresas |
| Existencia de monto máximo del programa | US\$ 2 000 mi- llones en 5 años | No | No | US\$ 2 000- US\$ 4 000 | US\$ 1 346 millones | US\$ 6 000 millones | US\$ 1 600 millones | No |
| ASPECTOS OPERATIVOS | | | | | | | | |
| Existencia de cupos temporales | Sí | No | No | Sí | No | No | Sí | No |
| Posibilidades de blanquear capital | No | No | n.d. | Sí | Sí | n.d. | No | Sí |
| Tipo de cambio utilizado | Cierre com- prador. Ban- co Central | Oficial | Oficial | Dólar | Oficial | Oficial | Oficial | Bs. 14.5 |
| Medio de pago Banco Central | Australes | Cruzados | Bonos | Pesos o bonos | n.a. | ... | Pesos | Bolívares o bonos |
| Precio de cambio | 100% | 100% | Hasta 70% | 100% | 100% | 100% | 70% - 100% | 100% |
| CONDICIONES | | | | | | | | |
| Existencia de sectores prioritarios de inversión | Sí | No | Sí | No | No | Sí | Sí | Sí |
| Posibilidad de comprar activos existentes | No | Sí | Sí | Sí | No | Sí | Sí | Sí |
| Aplicabilidad de las normas de inversión extranjera | Sí | Sí | ... | No | Sí | ... | No | Sí |
| Necesidad de tener fondos adicionales | Sí | No | No | No | No | Limitada | No | No |
| Condiciones especiales de remisión de utilidades | No por 4 años | Sin lími- tes | Sin lími- taciones | No por 4 años | No por 4 años | Sin restricciones en sectores prio- ritarios. No por 4 años en los demás. | Por 5 años debe ser inverior a | No más de 10% por 3 años |
| Condiciones de repatriación del capital | No por 10 años | No puede ser perfo rior a la deuda original | No puede ser perfo do infe- rior a la deuda original | No por 10 años | No por 12 años | No por 3 años en prioritarios y 5 años en no prio- ritarios | No por 12 años | No por 5 años. Los 8 subsiguien- tes no más de 12.5% |
| Posibilidad de operar en el mercado accionario | No | No | No | Sí | No | Sí | No | ... |

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. La mayoría de los países no ha fijado cupos temporales, pero sí 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 sólo en Chile, por ahora se permite operar con fondos de conversión de la deuda en el mercado accionario.

A continuación se analizan los casos de diversos países en los que existen esquemas de CDE. Ello se ha hecho siguiendo el orden cronológico en el que ellos se iniciasen, de manera de entender mejor el dinamismo del mercado.

a) Brasil

La conversión de préstamos en capital es permitida por la Ley de Inversiones Extranjeras - Ley 4131, de mediados de los años sesenta.

Durante los años ochenta Brasil fue pionero en América Latina en la aplicación de un esquema de canje de deuda por participación accionaria: en diciembre de 1982 se introdujeron incentivos fiscales para promover la conversión, incluyendo reducciones impositivas de 5%-10%. Estas fueron eliminadas en junio de 1984. A partir de noviembre de ese último año se permite la conversión en forma restringida, conforme a la Circular 1125 del Banco Central. La CDE aumentó fuertemente en 1982 y 1983, alcanzando su punto más alto en 1984. También durante 1985 el monto de las operaciones fue alto, si bien tres cuartas partes de ellas habían sido autorizadas con anterioridad (Cuadro 4).

La conversión fue reducida a la capitalización en tres casos: créditos intrafirma, préstamos internacionales - con restricciones -, y créditos externos con garantía de la matriz.

El programa tuvo un impacto inflacionario moderado mientras duró, ya que no se implementaron contramedidas para esterilizar el aumento de circulante. 1/ Finalmente se suspendió a principios de 1986 si bien siguen dándose operaciones, que se aprueban caso a caso. 2/ Un ejemplo de ellas es el reciente acuerdo entre el Banco de Nova Scotia y el Northwest Bank, por una parte, y la International Finance Corporation del Banco Mundial. La IPC traspasó el 28% de su capital en una firma de celulosa y papel. 3/

1/ Marcilio Marques Moreira, de la Unión de Bancos Brasileños en Time, 13 de octubre de 1986, p. 3.

2/ The Economist, 7 de marzo de 1987, p. 88.

3/ Banker International, junio de 1987.

Cuadro 4

BRASIL. INVERSION DIRECTA Y CONVERSION DE DEUDA

(en millones de dólares)

| | 1978 | 1979 | 1980 | 1981 | 1982 | 1983 | 1984 | 1985 | 1986(p) |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|---------|----------|
| Inversión directa | 1 160.6 | 1 831.2 | 1 595.1 | 1 903.2 | 1 369.9 | 567.0 | 490.1 | 485.2 | 432.9 |
| (-) Repatriaciones | 124.1 | 353.5 | 147.1 | 110.3 | 143.0 | 157.8 | 112.3 | 262.9 | 636.7 |
| (-) Utilidades | 560.5 | 635.7 | 309.8 | 369.6 | 585.2 | 757.8 | 796.1 | 1 056.5 | 1 236.7 |
| Inversión líquida | 476.0 | 842.0 | 1 138.2 | 1 423.3 | 541.7 | -348.6 | -418.3 | -834.2 | -1 440.5 |
| Conversión | 159.9 | 207.4 | 39.3 | 1.8 | 143.2 | 452.0 | 745.6 | 581.3 | 205.8 |

Fuente: José Serra, "Conversao da divida: realidade e alternativas", manuscrito, Sao Paulo, 1987, con datos del Banco Central.

p/ Preliminar. La cifra de conversión es inconsistente con la señalada por otras fuentes, que la llevan a 600 millones de dólares.

Brasil es el país en el cual es mayor el monto convertido, ya que alcanza a 2 536 millones de dólares. La mayor parte de este total corresponde a empresas transnacionales que han transformado su deuda externa intrafirma en capital accionario, con las limitaciones de las reglas pertinentes sobre la inversión extranjera. La repatriación del capital estaba restringida a los términos del préstamo original, en la mayor parte de los casos, ocho años.^{1/} Sin embargo, este procedimiento fue también usado por las empresas transnacionales para remitir utilidades mediante complejos procedimientos. ^{2/}

En la actualidad el Banco Central analiza la posibilidad de permitir otra vez la operación de capitalización. Se ha señalado que el lanzamiento de un nuevo plan de conversión afronta fuertes resistencias políticas y sus características eventuales se desconocen todavía. ^{3/} Sin embargo, se conjetura que el valor de compra de los pagarés con descuento fluctuaría entre 65% y 100% del valor nominal, según la inversión y la región en que se realice. La moneda local resultante sólo podría utilizarse para nuevas inversiones o para expansiones de capital: no podría utilizarse para pagar deuda local como capital de trabajo.

El programa incluiría especiales incentivos a las firmas que realicen operaciones de conversión destinadas a operaciones de

^{1/} Business America, 19 de enero de 1987, pp. 5-6; Fondo Monetario Internacional, International Capital Markets, diciembre de 1986.

^{2/} Business Latin America, 27 de junio de 1984, p. 204. También Euromoney, agosto de 1986, p. 69.

^{3/} Un comité del Congreso Brasileño aprobó una prohibición de canjear deuda externa en inversión extranjera. Véase The Economist, 18 de julio de 1987. Dicha prohibición, sin embargo, no tiene fuerza legal.

exportación. La remesa de utilidades de dichas firmas se basaría en un porcentaje de las exportaciones netas, en vez de en el capital.

Por otra parte, también podría autorizarse la inversión en acciones utilizando fondos provenientes de la conversión.^{1/} El mercado accionario de Brasil es el mayor de los países deudores, ya que alcanza a 41 mil millones de dólares. La deuda de los bancos, por otra parte, es muy superior, ya que llega a 67 mil millones.^{2/}

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 Capítulo XVIII reservado a los operadores locales y el Capítulo XIX, que incluye a los operadores extranjeros. El programa chileno exhibe la mayor tasa de conversión de la deuda con los bancos en relación a su valor acumulado, ya que alcanza a 13.6%. En ambos sistemas la deuda externa a un plazo superior a 365 días puede ser utilizada para su conversión en activos, para ser aplicada al pago de deudas en moneda local y a otras actividades en Chile. El Gobierno estima el monto programa en alrededor de 4 mil millones de dólares.

El capítulo XVIII "Adquisición de títulos de la deuda externa" del compendio de normas internacionales reglamenta la compra y venta de los Pagars de Deuda Externa (PDE). Bajo este capítulo se autoriza a las

1/ Business Latin America, 27 de abril de 1987.

2/ The Washington Times, 31 de agosto de 1987, p. 8 de la Sección "Insight".

personas naturales o jurídicas residentes o no residente en Chile a comprar y/o vender, sin acceso al mercado de divisas, dichos títulos. 1/

Los PDE contemplados en el capítulo deben tener un plazo de vencimiento original o prorrogado superior a un año y deben haber sido suscritos en calidad de deudor directo por algunas de las siguientes entidades: 1) el fisco, 2) Banco Central, 3) entidades del sector público, 4) CORFO, 5) bancos comerciales, y 6) personas naturales o jurídicas residentes en Chile.

Para realizar las adquisiciones de PDE se requiere con anterioridad a su formalización la suscripción de un convenio autorizado ante notario entre el adquirente del título y él o los deudores de la obligación. El convenio debe estipular: 1) que el título del que conste la obligación será pagado en Chile, contra la entrega del mismo, al contado con o sin descuento de su valor par, en pesos moneda corriente nacional, o 2) que alternativamente se convendrá en sustituir el título en Chile por uno o más instrumentos que podrán expresarse en pesos o en Unidades de Fomento;2/ pudiendo además pactarse optativamente la modificación del monto de la deuda, la tasa de interés, y el plazo de vencimiento de la obligación.

En caso de que el PDE haya sido emitido en forma distinta de "al portador" o "a la orden", o se trate de la cesión parcial de un título, deberán concurrir al convenio mencionado los acreedores registrados en el

1/ La descripción de los Capítulos XVIII y XIX corresponden a Daniel Titelman, "Informe de actividad de compra y venta de pagarés de deuda externa chilena", Proyecto PNUD/CEPAL "Financiamiento del Desarrollo" RLA/87/003, mimeo, 1986.

2/ Hasta principios de septiembre de 1987 podían también expresarse en moneda extranjera pagadera en pesos. Esta posibilidad fue eliminada por el Banco Central. La Epoca, 8 de septiembre de 1987.

Banco Central. En el evento de que la adquisición del Pagaré corresponda a una parte de la obligación el convenio deberá estipular que para la parte no adquirida de la obligación se mantendrán las condiciones pactadas originalmente. La suscripción de este convenio no es requerida cuando el PDE involucrado haya sido suscrito directamente por el Banco Central.

Solamente están autorizados para licitar los cupos para la compra de PDE ante el Banco Central las empresas bancarias o sociedades financieras autorizadas para operar en cambios internacionales en el país. Estas entidades no podrán adquirir para si los PDE, sino que deben actuar en representación de terceros.

En los casos en que la operación involucra pagarés emitidos directamente por el Banco Central, estos deberán ser canjeados obligatoriamente por efectos de comercio al portador emitidos por el Banco Central expresados en Unidades de Fomento de un monto total equivalente a un 97% del valor par de los PDE reemplazados (92% a partir del 16 de agosto de 1987),^{1/} incluidos el capital o el saldo de capital adeudado más los correspondientes intereses devengados y pendientes de pagos calculados hasta la fecha de la operación.

Los efectos de comercio emitidos tendrán un plazo de maduración de 10 años y devengarán intereses pagaderos semestralmente iguales a la tasa de interés promedio ponderado (TIP) para captaciones reajustables entre

^{1/} Por acuerdo del Comité Ejecutivo del Banco Central, El Mercurio, 17 de septiembre de 1987.

90 y 365 días del sistema financiero disminuida en un 0.5% anual (1.1% anual a partir del 16 de septiembre de 1987).1/

En el evento de que la operación involucre PDE emitidos por entidades distintas al Banco Central, el pago del pagaré se hará al contado, o será canjeado por instrumentos financieros según haya sido pactado. El valor al cual se reconocera el PDE por parte del deudor, también está sujeto a acuerdos entre el adquiriente del pagaré y el deudor original. En ningún caso el pago al contado por parte del deudor o los instrumentos dados en canje podrá ser superior al valor del capital o al saldo del capital adeudado del título original, más los correspondientes intereses devengados y pendientes de pago calculados hasta la fecha de la operación.

Las compras de pagarés de un país en el exterior pueden hacerse al contado, o mediante el canje de PDE de un país por PDE emitidos por otros países siempre y cuando el valor total de los pagarés canjeados sea equivalente.

El sistema es administrado mediante cuotas periódicas en la que se asigna un monto predeterminado de deuda. Los participantes deben depositar de cuota por 30 días en el Banco Central, de las que se les descuenta la comisión cobrada por el Banco. El impuesto al valor agregado sobre esta operación ha sido eliminado recientemente.2/ El

1/ Ibidem.

2/ Business Latin America, 22 de junio de 1987.

monto mensual ha experimentado un alza sostenida en agosto y septiembre.^{1/}

El capítulo XIX de la ley de cambios internacionales reglamenta la actividad de inversión en el país con títulos de deuda externa. Los PDE, contemplados en este capítulo deben cumplir los mismos requisitos de plazo y del titularidad del tendor que los del Capítulo XVIII.

Las personas naturales o jurídicas, chilenas o extranjeras con residencia y domicilio en el exterior que deseen acogerse a las disposiciones de este capítulo deberán presentar a la Dirección Internacional del Banco Central de Chile, una solicitud que deberá incluir:

- i) La individualización de los solicitantes, y cuando corresponda de los mandatarios que actúen en representación de los primeros.
- ii) Información sobre el tipo de actividad de los solicitantes; si éstos desarrollan negocios en o con Chile, y si tienen inversiones en el país al amparo de un "régimen de inversión extranjera" tales como el D.L.600, o bajo las normas de este capítulo.
- iii) La individualización de los PDE que se aplicarán a la realización de las operaciones como asimismo la indicación del monto, total de PDE involucrado.
- iv) La comprobación de que el deudor original del título corresponda a lo estipulado en el punto IIA.

^{1/} En septiembre llegaron a 85 millones, el monto mayor desde el inicio del programa. El Mercurio, Santiago, 29 de septiembre de 1987.

- v) El destino que directa o indirectamente, se dará a los recursos que serán invertidos en el país, con indicación de los plazos que se requieran para la materialización de las inversiones. Cualquier cambio que se introduzca en el destino original de las inversiones debe ser previamente autorizado por el Banco Central.
- vi) En caso de que la inversión prevista se pretenda materializar a través de una entidad residente en Chile, deberá indicarse si dicha entidad será constituida especialmente para formalizar la operación o si se trata de una entidad ya existente en cuyo caso deberá informarse de su área de acción, volumen de capital, monto de operaciones, y si ella es receptora de aportes efectuados bajo el amparo de un régimen de inversión extranjera.

Para realizar las operaciones reguladas por el capítulo XIX se requiere con anterioridad a su formalización la firma de un convenio autorizado ante notario entre el adquiriente del título, y el deudor de la obligación. Este convenio debe incluir los mismos aspectos mencionados respecto del Capítulo XVIII.

Las personas que deseen efectuar inversiones al amparo del Capítulo XIX deberán conferir un mandato irrevocable a una empresa bancaria autorizada para operar en cambios internacionales en el país, para que ella en representación del mandante solicite la aprobación del Banco Central, a la vez que proceda a cobrar la obligación al deudor, o a requerir la sustitución del crédito por nuevos instrumentos según halla sido lo acordado.

En el evento de que el Banco Central sea el deudor directo del PDE, éstos serán sustituidos por uno o más de los siguientes instrumentos:

i) Pagarés al portador, emitidos por el Banco Central de Chile, expresados en dólares y pagaderos en pesos moneda corriente nacional, de un monto total igual al monto de los "créditos", con vencimiento de capital al final de un plazo de diez años contado desde la fecha de la sustitución, y que devengarán los intereses, pagaderos semestralmente en pesos moneda corriente nacional, que se señalan en la tabla siguiente:

| <u>Período</u> | <u>Tasa de interés anual</u> |
|--|-------------------------------|
| Por los primeros 6 meses | La de los títulos originales. |
| Por los segundos 6 meses | LIBO + 1% |
| Por los terceros 6 meses | LIBO + 0.25% |
| Desde el 19 mes y hasta su vencimiento | LIBO - 0.5% |

En todo caso, estos pagarés al portador quedarán sujetos a todos los nuevos términos que, respecto del monto de capital de la obligación, del plazo de vencimiento de la misma o de la tasa de interés, se convengan entre el Banco Central de Chile y acreedores que sean instituciones financieras extranjeras, con motivo de acuerdos que se suscriban en ocasión de eventuales reestructuraciones de la deuda externa chilena, siempre que tales nuevos términos sean más favorables para el deudor.

ii) Efectos de comercio al portador, emitidos por el Banco Central de Chile, expresados en Unidades de Fomento, de un monto total equivalente al monto de los "créditos", y cuyas condiciones de tasa de interés y plazo de vencimiento serán las siguientes,

pudiendo elegir libremente la persona que solicite la sustitución, entre las alternativas que se señalan enseguida:

- Interés igual a la tasa de interés promedio ponderada para captaciones reajustables entre 90 y 365 días del sistema financiero (TIP), reducida en 2.5% anual, pagadero semestralmente, y vencimiento de capital al término de un plazo de 5 años, contados desde la fecha de la sustitución.
- Interés igual a la tasa TIP referida, disminuida en 1.5% anual, pagaderos semestralmente, y vencimiento de capital al cabo de un plazo de 8 años, contado desde la fecha de la sustitución.
- Interés igual a la tasa TIP indicada, disminuida en 1% anual, pagadero semestralmente y vencimiento de capital al final de un plazo de 10 años, contado desde la fecha de la sustitución, o
- Interés igual a la tasa TIP señalada, reducida en 0.5% anual, pagadero semestralmente, y vencimiento de capital al término de un plazo de 15 años, contado desde la fecha de la sustitución.

Los tenedores de pagarés a los que se refiere el número 1) podrán en cualquier momento durante los primeros 18 meses contados desde la fecha de su emisión, solicitar al Banco Central de Chile su sustitución por efectos de comercio de monto equivalente, a que alude el número 2) anterior.

En el caso de que los PDE correspondan a obligaciones de bancos comerciales, empresas públicas o privadas, y que los títulos originales

sean sustituidos por instrumentos financieros, se deberá instruir a la entidad mandataria mencionada en IID que:

- i) Aporte los nuevos instrumentos recibidos en canje a una entidad residente en el país, con el objeto que esta última los aplique a los fines autorizados por el Banco Central de Chile,
- ii) Dar o recibir, en pago de bienes representativos de las inversiones autorizadas por el Banco Central de Chile, los nuevos instrumentos recibidos en canje, o
- iii) Vender a terceras personas los nuevos instrumentos recibidos en canje o adquirirlos para sí, en ambos casos al contado y en pesos moneda corriente nacional.
- iv) En los casos de cobro del "crédito" o compraventa de los nuevos instrumentos recibidos en canje, en el mandato aludido se deberá instruir a la entidad mandataria para que ella, con la autorización previa del Director de Operaciones del Banco Central de Chile, aplique los pesos moneda corriente nacional percibidos, a la materialización de las inversiones autorizadas por dicho instituto emisor y para que, en caso de no ser posible esa aplicación inmediata, y mientras se perfeccionan las inversiones autorizadas, retenga el producto del cobro o la venta, según sea el caso, y destine esos recursos a la constitución de depósitos a la vista o a plazo en una empresa bancaria establecida en Chile, que podrá ser la misma entidad mandataria. Tales depósitos podrán ser, según lo permitan las disposiciones que les sean aplicables, sin reajuste o reajutable según la variación del valor de la Unidad de Fomento o el tipo de cambio, sin intereses o con ellos, y sólo

podrán ser girados, con la autorización previa indicada con el exclusivo objeto de aplicar el capital de estos depósitos, conjuntamente con los reajustes e intereses que ellos puedan haber generado, a la materialización de las inversiones autorizadas.

En lo que se refiere a las transferencias de capital y utilidades al exterior éstas están sujetas a:

- i) El capital no podrá remesarse antes de transcurrido un plazo de 10 años contado desde la fecha en que se materialice la inversión o aporte, lo que deberá ser acreditado por el inversionista ante la Dirección de Operaciones del Banco Central de Chile dentro del plazo de 30 días contados desde dicha materialización,
- ii) La remesa de las utilidades líquidas que pueda generar la inversión durante los primeros cuatro años, contados desde la fecha de materialización de la inversión o aporte, sólo podrá ser efectuada por el inversionista una vez que haya transcurrido el mismo plazo de cuatro años. Estas utilidades líquidas, en todo caso, podrán remesarse a contar del quinto año, en porcentajes anuales que no excedan del 25% de su monto total. Las limitaciones anteriores no afectarán a las utilidades líquidas que se produzcan por concepto de la inversión a contar del quinto año. En caso que el inversionista opte por reinvertir las utilidades provenientes de la inversión, tal reinversión no podrá remesarse durante los cuatro primeros años, sólo podrá remesarse una vez transcurrido el mismo plazo de cuatro años. Tales reinversiones de utilidades y sus respectivas utilidades líquidas podrán remesarse a contar del

quinto año, en porcentajes anuales que no excedan del 25% de su monto total. La limitación anterior no afectará a la reinversión de utilidades que se materialice a contar del quinto año, ni a las utilidades líquidas que se produzcan por concepto de esta reinversión,

iii) Las divisas necesarias para cumplir con la remesa del capital o parte de él, sólo podrán ser adquiridas con el producto de la enajenación total o parcial de los bienes o las acciones o derechos representativos de la inversión, o de la enajenación o la liquidación total o parcial de las empresas adquiridas o constituidas con dicha inversión, y

iv) El tipo de cambio aplicable para la transferencia al exterior del capital y las utilidades, será el tipo de cambio vendedor que converga libremente el inversionista con cualquiera empresa bancaria autorizada para operar en cambios internacionales en el país.1/

No hay limitaciones sectoriales y pueden adquirirse empresas públicas o privadas constituidas o en operación. No existe 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.

Existen diferencias entre las ventajas otorgadas a la inversión extranjera directa realizada a través del Artículo XIX y las hechas en el marco del D.L. 600. Entre ellas:

1/ Hasta aquí la transcripción.

"a) Las inversiones hechas a través del D.L. 600 se formalizan mediante un contrato con el Estado; en cambio, las efectuadas a través del Capítulo XIX tiene por base un acuerdo del Comité Ejecutivo del Banco Central. Esto hace que el D.L. 600 se mire como un canal de mayor rango jurídico y más tradicional, reconocido por organismos de seguro.

b) En materia tributaria los inversionistas D.L. 600 pueden elegir el régimen tributario a que desean acogerse entre la alternativa: o aceptan el sistema aplicado a los nacionales o bien se inclinan por una tasa fija de 49.5% sobre las utilidades. En cambio, el Capítulo XIX tiene sólo la primera opción.

c) En cuanto a riesgos cambiarios, la inversión D.L. 600 puede protegerse mejor, por cuanto puede recurrir a los "swaps" de moneda extranjera del Banco Central y si el inversionista es un banco extranjero, el D.L. 600 le da también más protección, porque puede operar con mayor libertad con su capital en moneda extranjera.

d) Respecto de las remesas de capital, el D.L. 600 general, cuando se invierten divisas frescas, tiene plazos de cero para las utilidades y de 3 años para el capital.

e) Para inversiones de más de 50 millones de dólares, la invariabilidad tributaria, según la opción efectuada, dura 20 años en lugar de 10 según el D.L. 600 y se permite mantener un "escrow account" en el exterior para los flujos financieros del proyecto en ejecución, limitando el riesgo de disponibilidad de divisas al momento de pago y remesas." 1/

En agosto de 1986 el Banco Central estableció un tercer mecanismo de operaciones de capitalización mediante el cual las personas que adquieran títulos de deuda externa chilena podrán aplicarlas a la suscripción y pago de acciones emitidas por empresas que requieran de un aumento de capital para enfrentar su excesivo endeudamiento. Esta disposición puede ser usado por chilenos y extranjeros, por lo que es diferente del Capítulo XVIII y ha sido llamado XVIII y medio. No existe

1/ Francisco Garcés, "Comentarios sobre conversiones de deuda externa en Chile", Boletín Mensual, Banco Central de Chile, abril 1987, p. 863.

derecho a remesa ni repatriación. Estas operaciones no requieren cupo del Banco Central.

Otro mecanismo es el reciclaje de pagarés de deuda de empresas públicas contratadas con proveedores del exterior y en el que se obtiene una reducción de los compromisos de dichas empresas. Los pagarés de deuda externa emitidas por empresas tales como Ferrocarriles, ENDESA y la Corporación del Metro y que no se encuentran incluidas en los procesos de renegociación de la deuda externa, pueden ser traídas al país y entregadas a la Tesorería, la que les recibirá con un descuento mayor que el correspondiente a los Capítulos XVIII y XIX.^{1/}

Hasta mayo de 1987 se realizaron operaciones por el Capítulo XVIII por un monto de 714 millones de dólares y por el Capítulo XIX por 484 millones de dólares, a lo que podría sumarse la capitalización de deudas hechas al amparo del D.L. 600, las que sin embargo se encuentran estancadas. Las empresas transnacionales han preferido comprar deudas ajenas por precio inferior, manteniendo las suyas vigentes (véase el Cuadro 5).

Las operaciones realizadas por esta vía se han utilizado para la compra de empresas ya existentes y cerca de la mitad ha sido al sector de las Administradoras de Fondos de Pensiones y los seguros (Cuadro 6). Una gran importancia ha tenido el plan de privatizaciones desarrollado por el Gobierno chileno. ^{2/}

^{1/} El Mercurio, 15 de agosto de 1986.

^{2/} Enrique Errázuriz, "Capitalización de la deuda externa y desnacionalización de la economía chilena", Programa de Economía del Trabajo, Documento de Trabajo, No. 56, agosto 1987, Santiago, especialmente el cuadro No. 3.

CHILE: OPERACIONES DE PAGARES DE LA DEUDA EXTERNA POR TIPO DE OPERACION
(Millones de dólares)

| | Capitalización | | | | | | Capítulo XIX | | | | | | Canje de cartera | | | | | | Condación de deuda y otros | | | | | | Total | | | | | | |
|--|------------------|------|---------------|------|--------------|------|------------------|------|----------------------------|------|---------------|------|------------------|------|------------------|------|----------------------------|------|----------------------------|------|------|------|-----|-----|-------|-------|-------|-----|-----|-----|-----|
| | D.L. 600 y otros | | Capítulo XVII | | Capítulo XIX | | Canje de cartera | | Condación de deuda y otros | | Capítulo XVII | | Capítulo XIX | | Canje de cartera | | Condación de deuda y otros | | Total | | | | | | | | | | | | |
| | 1986 | 1987 | 1986 | 1987 | 1986 | 1987 | 1986 | 1987 | 1986 | 1987 | 1986 | 1987 | 1986 | 1987 | 1986 | 1987 | 1986 | 1987 | 1986 | 1987 | 1986 | 1987 | | | | | | | | | |
| A. Sector público (e-b-re-d) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| a) Banco Central | 149 | 149 | 155 | 155 | 213 | 304 | ... | ... | ... | 87 | 92 | 344 | ... | ... | 13 | 32 | 42 | ... | ... | 57 | ... | 183 | 292 | 733 | ... | | | | | | |
| - Fondos nuevos | 63 | 63 | 65 | 65 | 147 | 204 | ... | ... | ... | 60 | 60 | 232 | ... | ... | 10 | 11 | 12 | ... | ... | - | ... | 115 | 119 | 300 | 311 | | | | | | |
| - Reestructuración 1983/1984 | 86 | 86 | 90 | 90 | 8 | 9 | ... | ... | ... | 34 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | 75 | ... | ... | ... | | | | | | |
| - Otras | 86 | 86 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | 26 | ... | ... | ... | ... | 10 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | 10 | ... | ... | ... | | | | | | |
| b) Banco del Estado | ... | ... | ... | ... | 18 | ... | ... | ... | ... | 44 | ... | ... | ... | ... | ... | 4 | 4 | 4 | ... | ... | ... | ... | 9 | 22 | 49 | 56 | | | | | |
| - Reestructuración 1983/1984 | ... | ... | ... | ... | 6 | ... | ... | ... | ... | 6 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | 6 | ... | ... | ... | | | | | |
| - Otras | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | 4 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | 4 | ... | ... | ... | | | | | |
| c) Empresas públicas | ... | ... | ... | ... | 36 | 42 | ... | ... | ... | 27 | 32 | 35 | ... | ... | ... | 2 | ... | ... | ... | ... | 57 | ... | 35 | 68 | 136 | 180 | | | | | |
| d) Sector privado con garantía pública | ... | ... | ... | ... | 65 | 149 | ... | ... | ... | ... | ... | 77 | ... | ... | ... | 17 | 22 | ... | ... | ... | ... | ... | 25 | 82 | 249 | ... | | | | | |
| - Reestructuración 1983/1984 del sector privado financiero | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | 25 | ... | ... | ... | | | | | |
| B. Sector privado (e-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 | 65 | 147 | 204 | ... | ... | ... | 42 | 66 | 101 | ... | ... | 34 | 16 | 23 | ... | ... | ... | ... | 14 | 14 | 34 | ... | 200 | 262 | 517 | 898 | ... | |
| - Créditos artículo 14 | 86 | 86 | 90 | 90 | 8 | 9 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | 3 | 3 | 3 | ... | ... | ... | ... | 141 | 186 | 324 | ... | 239 | 285 | 426 | 444 | ... | |
| b) Sector privado empresas | 86 | 86 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | 3 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | 133 | ... | ... | ... | 231 | ... | ... | ... | ... | |
| - Créditos artículo 14 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | 8 | ... | ... | ... | 8 | ... | ... | ... | ... | |
| - Otras | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| TOTAL (A + B) | 149 | 149 | 155 | 155 | 239 | 381 | 594 | 714 | 128 | 158 | 445 | 51 | 484 | 51 | 68 | 68 | 51 | 68 | 68 | 155 | 200 | 414 | 467 | 722 | 939 | 1 677 | 1 808 | ... | ... | ... | ... |

Fuente: Banco Central de Chile.

a/ Incluye sector privado con garantía pública.

Cuadro 6

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

(millones de dólares y porcentajes)

| Sector ^{a/} | Monto | | Porcentaje | |
|---------------------------------------|--------------|-----------|--------------|-----------|
| | Octubre 1986 | Mayo 1987 | Octubre 1986 | Mayo 1987 |
| Fondos de previsión y Cías. de Seguro | 81.0 | 99.6 | 43.0 | 20.6 |
| Industria | 30.9 | 83.5 | 16.4 | 17.3 |
| Comercio | 15.8 | 23.8 | 8.4 | 4.9 |
| Pesca | 11.0 | 11.0 | 5.8 | 2.2 |
| Transporte y comunicaciones | 9.3 | 14.8 | 4.9 | 3.1 |
| Silvoagropecuario | 7.3 | 44.3 | 3.9 | 9.2 |
| Minería | 2.9 | 3.9 | 1.5 | 0.8 |
| Misceláneos ^{a/} | 30.3 | 202.7 | 16.1 | 41.9 |
| Total | 188.3 | 483.6 | 100.0 | 100.0 |

Fuente: Banco Central de Chile.

^{a/} Se incluyen los aumentos de capital en diversos sectores económicos.

Desde el punto de vista de la base monetario, prácticamente ninguna de las alternativas consideradas en los mecanismos de CDE (cancelación directa, redenominación o transformación a acciones) presenta efectos monetarios directos.

"El sistema opera mediante la liquidez existente en la economía, de modo que el Banco Central no crea medios de pago para comprar títulos de deuda o financiar operaciones de conversión de títulos de deuda externa a pesos.

Las conversiones a moneda nacional se hacen mediante prepagos de los deudores en moneda nacional de los títulos de deuda o mediante sustitución de estos últimos por instrumentos del mercado de capitales o efectos de comercio del Banco Central a los particulares, según quien sea el deudor.

La emisión de instrumentos financieros no afecta los Agregados Monetarios tales como M_1 ó M_2 sino M_7 que es un agregado muy amplio. De otro lado, los prepagos en pesos se efectúan con los medios de pago existentes e implican un cambio de cartera de los deudores que solventan sus obligaciones o de demandas de crédito que se resuelven en los mercados de crédito dentro del marco de la evaluación prevista, o sea, mediante reasignaciones en relación con otros usos.

No obstante, magnitudes muy sustanciales de conversiones pueden generar demandas muy considerables sobre los mercados de crédito, que pudieran afectar el nivel de la tasa de interés y éste, vía el deseo de las autoridades monetarias de evitar fluctuaciones o alzas de corto plazo, afectar, a su vez, la expansión de medios de pago flexibilizando el control monetario y generando presiones sobre los precios en los mercados de activos productivos y luego de bienes y servicios en general." 1/

Existe una potencial fuente de expansión monetaria cuando se utilizan títulos de deuda externa emitidos por el Banco Central, pues en la medida en que éste les otorgue liquidez en moneda local, ello implicaría un aumento en la cantidad de dinero. Por ello el Banco Central permite sólo la redenominación a moneda local de los papeles,

1/ Francisco Garcés, op. cit., p. 868.

cuya liquidez debe lograrse en el mercado secundario. Los documentos del Banco Central han pasado a ser el segundo tipo de activos financieros más importante, precedidos solamente por los depósitos a plazo. El stock de dichos documentos en poder del sector privado (fuera de los bancos) ha aumentado de valor en más de a 24% real entre enero y julio de 1982.^{1/}

La CDE puede tener efectos negativos sobre la tasa de interés y como respuesta de política, sobre la emisión. En primer término, la existencia de un mayor volumen de pagarés a largo plazo, puede causar una reducción de su precio, afectando su tasa de retorno y sesgando al alza la tasa de interés de largo plazo. En segundo término, una alta rentabilidad o atractiva para el operador, puede redundar en un aumento de la demanda interna por créditos, en el caso que ese dinero sea usado en la adquisición de divisas. Ambas situaciones requieren un manejo cuidadoso. ^{2/}

Respecto de las entidades financieras en particular "la capitalización de deudas permite tanto un alivio a las instituciones sobreendeudas como el restablecimiento de la base patrimonial de aquéllas con problemas de solvencia. Involucra un efecto favorable sobre el pasivo, reduciendo los gastos financieros del banco; asimismo, el aumento de la base patrimonial facilita el acceso a nuevos recursos, probablemente en mejores condiciones." ^{3/}

La diferencia entre el dólar oficial y el paralelo no ha sido de magnitud importante ni creciente; más bien lo contrario entre 1983 y el

^{1/} El Mercurio, Santiago, 21 de agosto de 1987.

^{2/} Guillermo Ramírez, Información Financiera, abril 1987, p. XVI.

^{3/} Ibidem, p. XVII

primer trimestre de 1987. 1/ Los depósitos de chilenos en el exterior se redujeron levemente en el cuarto trimestre de 1986 y el primer trimestre de 1987.2/

La CDE no necesariamente produce una expansión del capital físico del país. Muchas veces será simplemente una readecuación de los pasivos financieros, pero no del nivel de los mismos. Sin embargo, este cambio, por el descuento que establece el mercado internacional, permite mejorar la situación de endeudamiento de los agentes (y del país), lo cual se traduce en un ahorro de intereses, recursos que potencialmente pueden ser utilizados para el financiamiento de programas de expansión.3/

En el mercado de bienes es posible que se genere una demanda excesiva sobre el mercado de los activos físicos o financieros, alterándose las decisiones de cartera de los agentes internos. De hecho, el precio de las acciones más transadas ha aumentado en 50% respecto de 1986.4/

"Los activos tangibles de la economía se estiman en unos 50 mil millones de dólares, o sea, unas tres veces el PGB; de esto, aproximadamente la mitad es público, y los activos productivos del sector privado se estiman en una cuarta parte del total global, vale decir, unos 10 a 12 mil millones de dólares. Pero sólo una fracción de esto se transa en los mercados de activos. La creación anual de activos del sector privado se estima en unos 1 000 millones de dólares. En consecuencia, las magnitudes son limitadas, más aún si se las

1/ Javier Maldonado, "Problemas de intercambio de deuda por acciones: la experiencia chilena", Boletín de Economía Internacional, México, abril-junio 1987.

2/ Dichos depósitos bajaron de 2 410 millones de dólares a 2 390 millones de dólares entre los períodos indicados. Cifras del FMI en El Mercurio, Santiago, 5 de septiembre de 1987.

3/ Guillermo Ramírez, op. cit., p. XIV.

4/ El Mercurio, Santiago, 13 de septiembre de 1987.

compara con el tamaño de la deuda externa de mediano y largo plazo a las instituciones financieras internacionales de aproximadamente 14 mil millones de dólares."1/

La existencia de cupos determinados en una licitación cuyo costo corresponde a una comisión pagada al Banco Central, más la necesidad de adquirir divisas internamente, así como los servicios pagados al intermediario, han elevado la rentabilidad obtenida por el operador local a un valor estimado de 2.4%. Las operaciones del artículo XIX, por una parte - que no están afectas a control cuantitativo - tienen una rentabilidad estimada de 25.9%. 2/

Hay otros mecanismos de reducción de la deuda tales como la condonación de parte de ella por un acuerdo bilateral; sin embargo, este no es un caso de conversión de la deuda externa. También existen casos de canje de cartera entre un banco chileno y otro del exterior en que el primero entrega cartera extranjera y recibe deuda chilena. Los préstamos ingresados como inversión extranjera directa en conformidad al Artículo 14 de la Ley de Cambios ha sido objeto de negociación entre las partes involucradas para su reducción.

Recientemente se ha autorizado el establecimiento en Chile de fondos mutuos internacionales, algunos de los cuales pueden ser capitalizados mediante inversión extranjera tradicional y otros, con fondos provenientes de operaciones de CDE. Los primeros fueron aprobados a principios de septiembre de 1987. 3/

1/ Francisco Garcés, op. cit., pp. 867-868.

2/ Guillermo Ramírez, op. cit., p. XIII.

3/ El patrimonio ingresado al país para su operación no podrá ser inferior a un millón de dólares. Los recursos se destinarán a inversiones en valores de oferta pública emitidos en Chile y deberán ser

El 16 de septiembre de 1987 fueron publicadas las normas del Comité Ejecutivo del Banco Central que permiten a inversionistas extranjeros la creación de sociedades de inversión - de operatoria semejante a la de los fondos mutuos - financiados con fondos provenientes de operaciones de CDE.^{1/}

Conforme a ellas, los inversionistas que posean títulos de la deuda externa chilena podrán aplicarlos a la suscripción y pago de acciones emitidas por sociedades anónimas chilenas "cuyo exclusivo objeto sea realizar inversiones en el país..." en los términos y condiciones que se establecen para este efecto.^{2/}

Los inversionistas deberán ser personas jurídicas "con residencia y domicilio en el extranjero". Deben poseer un patrimonio igual o superior a 5 millones de dólares o su equivalente, "y que no estén, directa o indirectamente, controladas por personas de nacionalidad chilena o con residencia en el país".

administrados por una sociedad anónima nacional, por cuenta y riesgo de los aportantes.

Si dentro del lapso de un año, a partir de la fecha de su puesta en marcha, el Fondo no logra captar los recursos necesarios para la formación del capital mínimo de un millón de dólares, será anulado. Por su parte, las sociedades anónimas que los administren deberán acreditar un capital pagado en dinero efectivo no inferior a seis mil Unidades de Fomento.

La inversión podrá ser en acciones de sociedades anónimas abiertas, papeles emitidos por el Banco Central u otras instituciones financieras, letras de crédito de bancos y otros instrumentos debidamente autorizados.

La fiscalización estará a cargo de la Superintendencia de valores y un impuesto del 10 por ciento será el único gravamen que afectará a las rentas generadas por las operaciones en el país. Ley de Fondos de Inversión Internacional, La Epoca, Santiago, 3 de septiembre de 1987.

1/ Diario Oficial, Santiago, 16 de septiembre de 1987.

2/ La descripción completa está tomada de El Mercurio, Santiago, 17 de septiembre de 1987. Las cifras corresponden al texto de la norma correspondiente.

Se señala que las operaciones de estas sociedades deberán ser autorizadas por el Banco Central, previa presentación por parte de los interesados de una completa información sobre los inversionistas, patrimonio, proyectos de estatutos de la sociedad de inversión, etc.

Establecen las disposiciones que las sociedades de inversión deberán constituirse como sociedades anónimas cerradas, con un capital mínimo al equivalente en pesos de 20 millones de dólares, y las acciones que se emitan no podrán tener un valor de suscripción inferior al equivalente en pesos de 100 mil dólares. "Dichas acciones sólo podrán pagarse por los inversionistas con el producto en pesos moneda corriente nacional proveniente del pago de los créditos o mediante aportes de los instrumentos que hayan recibido en canje de los créditos, o de la moneda corriente nacional recibida en pago de estos instrumentos".

Se agrega que las acciones, una vez suscritas y pagadas, podrán ser libremente transferidas en el exterior por y entre personas jurídicas con residencia y domicilio en el extranjero.

"Ningún accionista podrá poseer directa o indirectamente, más del 25% del capital de la sociedad, salvo autorización expresa del Banco Central de Chile". Las sociedades no podrán tener un plazo de duración inferior a 12 años y sólo podrán "distribuir utilidades a sus accionistas una vez transcurridos los primeros cinco ejercicios anuales".

"A contar del quinto ejercicio señalado, la sociedad podrá distribuir hasta un 90% de sus utilidades anuales y, además, hasta un 20% de las utilidades que haya obtenido durante los primeros cinco ejercicios".

Del mismo modo, estas sociedades estarán obligadas a informar mensualmente al Banco Central sobre la cartera de inversiones y de las transacciones realizadas.

La normativa establece que las sociedades de inversión, o "fondos mutuos" formadas con el producto del rescate de pagarés de deuda externa chilena vía Capítulo XIX, podrán invertir en:

- "Acciones de sociedades anónimas chilenas".
- "Títulos emitidos o garantizados hasta su total extinción por el Fisco, por entidades del sector público, acorde a la definición de éstas, contenidas en la letra b) del No. 1 de este Capítulo, y por la Corporación de Fomento de la Producción".
- "Títulos emitidos por el Banco Central de Chile".
- "Títulos emitidos o garantizados hasta su total extinción por bancos e instituciones financieras establecidas en el país".
- "Bonos y efectos de comercio inscritos en el Registro de Valores".
- "Cualquier otro título o valor cuya adquisición cuente con la autorización expresa del Banco Central de Chile".

"Del mismo modo, se establece que las inversiones que estas sociedades realicen no podrán exceder, directa o indirectamente, del 10% del capital social con derecho a voto de un mismo emisor. Dicha restricción será de un 15% del capital social con derecho a voto, si el excedente sobre el 10% corresponde a acciones de primera emisión suscritas y pagadas por la correspondiente sociedad de inversiones".

La inversión en instrumentos emitidos o garantizados por un mismo emisor no podrá superar el 10% de los activos de la respectiva sociedad de inversiones, salvo que se trate de títulos emitidos o garantizados hasta su total extinción por el Estado de Chile o el Banco Central.

"A partir del cuarto año contado desde su iniciación de actividades, la sociedad deberá tener al menos el 80% de sus activos invertido en acciones e instrumentos financieros de largo plazo. Con todo, y también a partir de esa fecha, al menos el 60% de los activos deberá estar invertido en acciones de sociedades anónimas abiertas. Sin embargo, dichos límites no serán aplicables durante el año que preceda a la disolución de la Sociedad de Inversiones y serán reducidos a 40% y 30%, respectivamente, durante el año que anteceda a la disolución".

Se entenderá por instrumentos de largo plazo aquellos cuya fecha de vencimiento exceda de cuatro años a contar de la fecha de adquisición de los mismos por la respectiva sociedad de inversiones.

Una de las diferencias de estas sociedades de inversión con las operaciones del Capítulo XIX tradicional, es que en estas últimas el Banco Central autorizaba la inversión en un determinado proyecto. En cambio, aquí se abre la posibilidad de contar con una cartera de inversiones.

La diferencia de los fondos mutuos con el D.L. 600 para inversionistas extranjeros, es que las normas recién aprobadas permiten la aplicación de pagarés de la deuda, en tanto que los otros deben constituirse con "dinero fresco".

Las operaciones del Capítulo XIX tradicional permiten la repatriación de utilidades al quinto año, y a partir de allí enviar al

exterior anualmente un 25% de las utilidades de ejercicios pasados. Los nuevos fondos mutuos podrán repatriar al sexto año y, a partir de allí, enviar al exterior anualmente el 20% de las utilidades de ejercicios anteriores.

En las operaciones del Capítulo XIX tradicional, el capital invertido se puede repatriar al décimo año, en tanto que en este caso será el décimo segundo año.^{1/}

El Midland Bank constituyó una sociedad anónima cerrada que operará como fondo mutuo, utilizando fondos provenientes de CDE. ^{2/} Otros bancos estudian hacer lo mismo.^{3/} Se asociará en dicho fondo con InverChile y la Corporación Financiera Internacional.^{4/}

c) México

En abril de 1986 se inició el programa mexicano de capitalización. Conforme a éste los inversionistas extranjeros pueden adquirir deuda externa del sector público con descuento en el mercado secundario y cambiarla a la tasa de cambio oficial en pesos para ser utilizada en las inversiones permitidas. También puede ser cambiada por notas del Tesoro mexicano (cetes), las que se transan en el mercado para obtener moneda local.

La deuda es redimida entre 70% y 100% de su valor nominal, según el fin al que se dediquen los pesos obtenidos en la transacción. Los fines

^{1/} Hasta aquí la transcripción.

^{2/} Business Latin America, 20 de julio de 1987, p. 231; y La Segunda, Santiago, 21 de septiembre de 1987.

^{3/} El Security Pacific Corp., Citibank y el Bankers Trust, Journal of Commerce, 15 de julio de 1986.

^{4/} La Epoca, Santiago, 17 de septiembre de 1987.

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 en pesos y pagos a los proveedores domésticos. La prioridad más alta - y por lo tanto los menores descuentos - corresponde a la venta de las empresas estatales seleccionadas y las inversiones nuevas o las expansiones de capital que generen exportaciones, reduzcan importaciones, creen fuentes de trabajo o estén localizadas en zonas especiales.^{1/}

Los fondos no pueden ser utilizados para satisfacer necesidades de capital de trabajo, salvo que éste sea el apoyo de un esquema de capitalización mayor.^{2/}

Aunque las empresas mexicanas en principio no pueden acceder al programa, ya se han dado dos casos en los que los contratos fueron hechos a través de subsidiarias en el extranjero de empresas mexicanas.^{3/} Recientemente se ha confirmado que las firmas locales podrán participar, dicha participación se permitirá prioritariamente a empresas exportadoras y se extenderá también a firmas maquiladoras y en el área de turismo. Los agentes mexicanos que deseen participar deberían demostrar que las divisas con las que realizan la CDE no fueron transferidas al exterior con dicho propósito, sino que se originaron en negocios anteriores. ^{4/}

^{1/} World Financial Markets, agosto 1986, pp. 11-12.

^{2/} Business Latin America, 1 de agosto de 1986, pp. 270-271.

^{3/} Financial Times, 5 de enero de 1987.

^{4/} Journal of Commerce, 27 de mayo de 1987.

Todas las operaciones requieren de autorización del Ministerio de Hacienda y del Consejo Nacional de Inversiones Extranjeras. Una vez aprobada la conversión, la operación del proyecto tiene una complejidad adicional; los montos resultantes en moneda local se depositan 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 los términos de conversión del instrumento respectivo no pueden ser más favorables que los del préstamo original.^{1/} La remesa de utilidades durante los primeros cinco años no puede superar a los intereses de la deuda original. El capital no puede repatriarse antes de 12 años.^{2/}

El programa mexicano fue suspendido en febrero de este año debido a la falta de progreso observada en la renegociación de su deuda externa. Se señaló entonces que la mitad de los sesenta bancos (mayoritariamente de EE.UU.) que se negaban a comprometer dinero fresco en la renegociación, no podrían participar en el programa de conversión.^{3/} Por otra parte, para minimizar el impacto inflacionario del programa, este ha sido limitado a 100 millones de dólares por mes.^{4/} Las operaciones de

1/ IMF, International Capital Markets, diciembre 1986, p. 63.

2/ Business Latin America, 20 de abril de 1987.

3/ Business Latin America, 18 de mayo de 1987.

4/ América Economía, No. 4, 1987, p. 28.

1987 no superarán 1.2 mil millones de dólares.^{1/} El monto convertido hasta fines de 1986 puede verse según el banco operador en el Cuadro 7 y según su destino sectorial en el Cuadro 8.

Actualmente México estudia la posibilidad de comprar parte de su propia deuda utilizando sus reservas para adquirir los pagarés en el mercado secundario. Sin embargo, conforme al acuerdo de reestructuración de la deuda, México necesita la autorización de los bancos acreedores para realizar esta operación.^{2/}

El holding Giasa, perteneciente al grupo Alfa - la mayor compañía privada mexicana - llegó a un acuerdo con sus acreedores en octubre de 1986 por el que se canjean 1 200 millones de dólares de deuda del grupo por 45% de su capital y la compra por la compañía de 750 millones de dólares de deuda externa pública en el mercado secundario. En las conversaciones ha participado un funcionario del Ministerio de Finanzas, debido al uso innovativo del sistema de CDE.^{3/}

d) Costa Rica

En agosto de 1986 se inició el programa de capitalización en Costa Rica. Este incluye franquicias para la inversión en sectores prioritarios, tales como los generadores de exportaciones no tradicionales, turismo, y las nuevas zonas libres, en las que se están desarrollando negocios de armadura para la exportación. Las primeras

^{1/} Business Latin America, 9 de febrero de 1987. También The Economist, 7 de marzo de 1987.

^{2/} Business Latin America, 3 de agosto de 1987, p. 248.

^{3/} Financial Times, 29 de mayo de 1987; Business Week, 4 de mayo de 1987; y Financial Times, 10 de abril de 1987. La última información sobre las cifras respectiva de deuda corresponden al Financial Times, 2 de junio de 1987.

Cuadro 7

MEXICO: PROGRAMA DE CONVERSION DE DEUDA PUBLICA
POR INVERSION, 1986 a/

| Bancos | No. de Operaciones | Monto Millones de Dólares | % |
|---------------------------------|--------------------|------------------------------|-------|
| Morgan | 7 | 54.2 | 8.8 |
| Bancomer, S.N.C. | 6 | 50.0 | 9.1 |
| Citicorp | 5 | 83.1 | 13.5 |
| Chase | 5 | 79.5 | 12.9 |
| Manufacturers Hanover Trust | 4 | 124.1 | 20.2 |
| M.N. Rothschild | 2 | 25.8 | 4.1 |
| Banamex, S.N.C. | 2 | 2.8 | 0.5 |
| Nederlandsche Middenstands Bank | 1 | 9.2 | 1.5 |
| Mellon | 1 | 4.0 | 0.6 |
| Lazard Freres | 1 | 10.0 | 1.6 |
| Ind. Bank of Japan | 1 | 9.5 | 1.5 |
| Merrill Lynch | 1 | 3.5 | 0.6 |
| Serfin, S.N.C. | 1 | 1.4 | 0.2 |
| Societe Generale | 1 | 0.4 | 0.0 |
| Salomon Brothers | 1 | 3.5 | 0.6 |
| Deutsche Bank | 1 | 141.2 | 22.9 |
| First Chicago | 1 | 4.5 | 0.8 |
| Chemical | 1 | 10.0 | 1.6 |
| TOTAL | 42 | 616.7 | 100.0 |

Fuente: Datos de la Subsecretaría de Hacienda y Crédito Público, en Instituto Interamericano de Mercados de Capital, Los programas de capitalización de la deuda externa de América Latina, Caracas, Venezuela, 1987.

a/ Al 15 de diciembre de 1986.

Cuadro 8

MEXICO: PROGRAMA DE CONVERSION DE DEUDA PUBLICA DEL SECTOR
PUBLICA MEXICANO POR INVERSION, 1986 a/

| Sector de destino | Monto Nominal Millones de dólares | % |
|--------------------------------|--------------------------------------|--------------|
| | <u>616.7</u> | <u>100.0</u> |
| Vehículos automoviles | 282.8 | 45.8 |
| Turismo | 70.2 | 11.4 |
| Industria Químico-Farmacéutica | 22.7 | 3.7 |
| Otros | 241.0 | 39.1 |

Fuente: Datos de la Subsecretaría de Hacienda y Crédito Público, en Instituto Interamericano de Mercados de Capital, Los programas de capitalización de la deuda externa de América Latina, Caracas, Venezuela, 1987.

a/ Al 15 de diciembre de 1986.

inversiones se han realizado en la industria bananera, el sector financiero y el cultivo de flores. 1/ El Banco Central analiza caso a caso y paga hasta 70% del valor nominal; los bonos emitidos se venden con descuento. No hay restricciones a la remisión inmediata de utilidades. La repatriación del capital, por otra parte, sólo puede iniciarse después de un período equivalente a los términos de la deuda original.2/

Se ha señalado la posibilidad del establecimiento de un plan de compra de pagarés de la deuda externa costarricense con un descuento de 25% (inferior al comercial) para proyectos de conservación forestal.3/ El primero en concretarse correspondería al Parque Nacional de Guanacaste.4/

Hasta mayo de 1987 se habían completado operaciones por 180 millones de dólares y no se preveían nuevas operaciones por el momento. El último acuerdo de reestructuración de la deuda de Costa Rica no incluyó una cláusula respecto de la CDE.5/

c) Filipinas

El programa de conversión en Filipinas fue regulado en detalle en agosto de 1986 y está abierto a los inversionistas locales y extranjeros. Casi toda la deuda externa pública y la mayor parte de la deuda externa

1/ South, diciembre 1986.

2/ Business Latin America, 20 de abril de 1987.

3/ Alvaro Umaña, Ministro de Recursos Naturales de Costa Rica, "Costa Rica Swaps Debt for Trees", The Wall Street Journal, 6 de marzo de 1987.

4/ Business Week, 10 de agosto de 1987, p. 9.

5/ Euromoney, mayo de 1987, p. 117.

privada puede ser comercializada. Los pagarés son canjeados por el Banco Central a la tasa oficial de cambio, siempre que el resultante sea utilizado para realizar inversiones en sectores seleccionados de la economía, cada uno de los cuales tiene su prioridad.

Los sectores que reciben tratamiento preferencial incluyen las industrias que producen bienes exportables y también las inversiones en el sector agrícola, el de la construcción y los servicios de salud y educación. En estos sectores no existen restricciones a la remisión de utilidades y el capital puede ser repatriado en cuotas después de los primeros tres años.

En las demás áreas de la economía las condiciones son diferentes. El Banco Central cobra 10% - y no 5% - sobre el valor de la operación; la remisión de utilidades sólo puede hacerse después de cuatro años y la repatriación de capital no puede iniciarse hasta el sexto año. Adicionalmente estas inversiones requieren dinero fresco por el equivalente de 10% del valor de la deuda convertida.

En mayo de 1987 el total convertido fluctuaba entre 50 y 80 millones de dólares.^{1/} Se ha hecho notar que el sistema financiero comercial del país y las 50 mayores firmas del país alcanzan un valor de 6 mil millones de dólares, o algo menos que un cuarto de la deuda. La conversión podría así inducir una extranjerización de la economía.^{2/}

^{1/} Euromoney, mayo de 1987, p. 117.

^{2/} Declaraciones del banquero Antonio Gatmaitan en Time, 30 de octubre de 1987, p. 31.

Como se señaló en la primera parte de este trabajo, en Filipinas se ha establecido un fondo mutuo financiado mediante CDE, por 250 millones de dólares.^{1/}

Recientemente Filipinas ha propuesto un esquema alternativo de conversión, las notas filipinas de inversión (PIN). Se ofrece a los bancos la opción de convertir el margen sobre la tasa LIBOR de sus pagos de intereses en PINs en vez de dinero. Los PINs serían certificados de la deuda denominada en dólares, sin intereses, con un plazo de vencimiento de seis años.^{2/} Se trata de un enfoque novedoso e interesante, ya que tiene como efecto una reducción directa de los intereses.

f) Ecuador

A principios de diciembre de 1986 la Junta Monetaria emitió la Resolución 395/86 en la que se aprueba un sistema de capitalización. Dicho programa se limita a la deuda externa originalmente adquirida por el sector privado, la que fue "sucretizada" en 1983 en un esquema que fuera incorporado a la consolidación de la deuda externa ecuatoriana con los bancos en agosto de 1986.^{3/} Su monto máximo es de 1 346 mil millones de dólares.

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

^{1/} Vide supra, Primera Parte No. 2.

^{2/} The Economist, 14 de marzo de 1987.

^{3/} Corresponde a obligaciones que una empresa o banco tiene con el Banco Central por la conversión en sucres de sus obligaciones crediticias externas, Expreso, 5 de diciembre de 1986.

realizará la inversión de capital, cancelándose la deuda privada. En este programa no existirá monetización: se cruzarán créditos contra deudas por valor equivalente. El Banco Central se eximirá de extender nuevos créditos para reemplazar los pagados mediante capitalización.^{1/} La compra de pagarés de la deuda externa por el operador debe estar atada a la extinción de un pasivo que la empresa receptora de la inversión tenga con el Banco Central del Ecuador. Lo que existe es una compensación de créditos; la empresa paga al Banco Central el crédito pendiente y no existe emisión de dinero.^{2/}

A la firma de cada contrato se especificaran los límites de remisión de utilidades y de repatriación de capital.^{3/} No podrán, remitirse utilidades hasta el quinto año ni repatriar capital durante doce años.^{4/} 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 particularmente atractiva para los bancos y financieras que tengan que mejorar su relación de endeudamiento. No existen restricciones, sino las que rigen para la inversión extranjera. La resolución 395/86 indica que se señalarán sectores prioritarios, pero no se sabe si se hará a través de una reglamentación o por decisiones

1/ Análisis Semanal, No. 50, Quito, 19 de diciembre de 1986, pp. 617-624.

2/ Instituto Interamericano de Mercados de Capital, Los programas de capitalización de la deuda externa en América Latina, Caracas, Venezuela, 1987.

3/ Business Latin America, 15 de diciembre de 1986.

4/ Business Latin America, 20 de abril de 1987.

particulares. Sin embargo, hay un criterio de selectividad intrínseco al acuerdo de capitalización. No es aplicable a la constitución de compañías, sino que sólo a la conversión de deuda a capital: allí donde no hay deuda preexistente, no puede haber conversión.

La primera operación de conversión se completó a fines de marzo de 1987.^{1/} Hasta fines de julio se han aprobado operaciones de CDE por 32 millones de dólares, ninguna de ellas con inversionistas extranjeros.^{2/}

g) Venezuela

El 14 de abril de 1987 se dictó el decreto 1521 por el que se reguló la conversión en la deuda. Subsisten, sin embargo, diversos aspectos por clarificar, lo que probablemente se hará al aplicarlo.

La conversión puede 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.

La conversión de deuda en inversión extranjera está a cargo de una Comisión especial de la que actuará como Secretario Ejecutivo el Superintendente de Inversiones Extranjeras.

Los interesados deben convenir en no remitir utilidades por más de 10% del capital durante tres años; el capital no puede repatriarse durante los cinco primeros años y durante los ocho años subsiguientes el porcentaje máximo de repatriación será de 12.5%. Después de trece años, no hay restricciones de repatriación.

1/ Business Latin America, 25 de abril de 1987.

2/ Business Latin America, 3 de agosto de 1987.

Las conversiones en inversión extranjera pueden ser autorizadas cuando ésta se dirija a la sustitución de importaciones, la exportación, a evitar la quiebra de empresas o a los siguientes sectores: agricultura y agroindustria, obras de infraestructura vial y ferroviaria o para la actividad turística, construcción de viviendas sociales, transporte en el país, bienes de capital, productos químicos y petroquímicos, electrónica e informática, biotecnología, y aluminio y su transformación. Otros sectores pueden también ser aprobados.

Por último, la capitalización de créditos externos en empresas deudoras se realizará en conformidad al Decreto 1200, que rige las inversiones extranjeras en general.

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 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.

En cuanto a la conversión de créditos de deuda pública externa en deuda interna es una condición general respecto de la compra por el Banco Central de dichos pagarés que ellos sean convertidos 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 Bs 14.5 por dólar, inferior al comercial.^{1/}

Hasta principios de agosto de 1987 se habían autorizado operaciones por 25 millones de dólares y Bs 42 millones. ^{2/}

h) Honduras

En junio de 1987 el Gobierno de Honduras aprobó una operación de conversión de deuda externa por 6 millones de dólares. El Banco Central canjea los pagarés por moneda local en 100% de su valor nominal. La moneda local resultante se deposita en bancos nacionales y puede utilizarse solamente para financiar costos locales de la inversión.

El esquema está abierto para proyectos orientados a la exportación, en cuyo caso las divisas a ser utilizadas para remitir utilidades deben corresponder a los ingresos por exportaciones de la firma respectiva. También pueden incluirse proyectos "de beneficio importante para el país", incluyendo, probablemente, la privatización de algunas empresas públicas.^{3/}

i) Argentina

Durante 1984 operó un sistema de conversión de la deuda externa privada con el que se logró atraer capital fugado. El monto de operaciones llegó a 470 millones pero fue cancelado por haberse presentado problemas de round-tripping.^{4/}

^{1/} VenEconomía, febrero 1987, p. 6.

^{2/} El Universal, Caracas, Venezuela, 12 de agosto de 1987.

^{3/} Latin America Weekly Report, 11 de junio de 1987.

^{4/} Análisis Semanal No. 50, Quito, Ecuador, 19 de diciembre de 1987, p. 619; y Financial Times, 2 de junio de 1987.

En mayo de 1987 la Comunicación 1035 del Banco Central estableció un programa de conversión de la deuda pública externa en Argentina. Su principal característica distintiva es el requisito de la inversión de fondos adicionales, los que deben equivaler como mínimo al 100% del valor nominal de la deuda a ser convertida. Para este efecto dispone siete formas de integrar los dólares adicionales, a través de otros tantos mecanismos, de los cuales resultan distintas paridades a utilizar para aportar la divisa.^{1/}

La evaluación y selección de las conversiones solicitadas se hará a través de una licitación pública y se otorgará puntaje a los diversos proyectos conforme a la relación entre fondos adicionales y deuda a convertir en valor nominal. Se premiarán las propuestas que ofrezcan un mayor aporte de divisas.

El agente debe comprometerse a aplicar los recursos en moneda local a la adquisición de equipos, construcción de plantas industriales u otras obras que aumenten la capacidad productiva y la oferta neta de bienes. También se consideran propuestas de inversión orientadas a aumentar la eficiencia y la productividad, el aumento neto de la oferta de servicios, especialmente aquéllos que fortalezcan la balanza de pagos. No se permite inversión en el mercado de acciones financiada por la conversión,

^{1/} Existe la posibilidad de integrar las divisas a través de una colocación directa de la divisa, un préstamo de seis años plazo o aplicando Bonex'87 al 96% de su valor nominal. En todo caso se integran divisas del exterior en forma directa, pero existen otros sistemas menos rígidos para incluir las divisas adicionales. 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 gasten en la importación de bienes y equipos de inversión.

tampoco el pago de privatizaciones o de inversiones conforme al Plan Houston.^{1/} Ultimamente, sin embargo, se menciona la posibilidad de abrir este último sector a la CDE.^{2/}

La conversión sólo permite operar con divisas ya blanqueadas por otros mecanismos y está prohibido utilizarlas para transferir activos existentes. Aún en estudio está la posibilidad de utilizarla para cancelar préstamos obtenidos por líneas de redescuentos del Banco Central.^{3/}

En el caso de inversionistas extranjeros será condición previa de la conversión la aprobación de la inversión en conformidad a la Ley de Inversiones Extranjeras de 1980. No se aceptarán propuestas que impliquen traslado de paquetes accionarios, afecten razones de seguridad interna, o que apunten a aumentar la oferta de bienes de sectores económicos que requieren una racionalización de su producción.

El plazo administrativo, fijado en la Comunicación para aprobar los proyectos antes de la licitación de los cupos, alcanza a los 45 días.

El ingreso de los fondos adicionales deberá hacerse con anterioridad o en la fecha de la conversión para proyectos de hasta 1 millón de dólares y en los demás casos, de conformidad 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

^{1/} Corresponde a un programa especial de inversiones extranjeras directas en el sector del petróleo.

^{2/} Edgar Mainhard, "Un freezer para la economía", Clarín, Buenos Aires, 2 de agosto de 1986, p. 20.

^{3/} Entrevista al Subsecretario de Política Económica en El Clarín, edición internacional, 1-7 de junio de 1987.

encargado de participar en todas las etapas de la licitación y el programa en general.

Una vez constituido el depósito - por equivalente de 3% anual sobre el saldo de fondos adicionales pendientes - el Banco Central convertirá las obligaciones en moneda local a los precios aceptados. El tipo de cambio utilizado será el cierre comprador del Banco de la Nación Argentina de 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 se hará en conformidad al 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, dicha pérdida también lo será. Si los fondos adicionales no son ingresados, se pierde la garantía totalmente, así como el derecho a efectuar el resto de las conversiones comprometidas. Adicionalmente se establecerán sanciones.

El banco interviniente también controlará la aplicación del depósito al proyecto. Los fondos adicionales deberán ingresar de acuerdo al cronograma propuesto por el inversor y ser aplicados al proyecto en la proporción que sirvió de base para la adjudicación de la licitación. El banco efectuará también las certificaciones, la comprobación y las verificaciones necesarias para asegurar la aplicación correcta y oportuna de los fondos al proyecto de inversión aprobado.

El programa prevé inversiones cercanas a 4 mil millones de dólares en cinco años, de los cuales la mitad será financiada por la conversión y

por lo menos la mitad por el ingreso de fondos adicionales del exterior, ya sea como inversión de capital o como préstamos de mediano y largo plazo.

j) Bolivia

En julio de 1987 Bolivia firmó un acuerdo sobre su deuda externa con los principales bancos acreedores, el que todavía debe ser ratificado por el grupo entero, que incluye 125 bancos.

Un total de 682 millones de dólares de deuda externa privada, cuyos intereses están impagos desde 1984, sería canjeado por bonos transferibles denominados en dólares, de largo plazo - 25 años - y sin interés. Dichos bonos estarían garantizados por un fondo establecido por un conjunto de países donantes y administrado por el FMI. Los intereses debidos - alrededor de 320 millones de dólares - serían perdonados, pero la aceptación de los bonos liberaría a los bancos de cualquiera obligación crediticia posterior. El precio inicial de los bonos se determinará durante una oferta de cuatro meses de duración. Los bancos decidirán si venden o no su deuda y todos los bancos que participen recibirán el precio más alto ofrecido durante este período.^{1/}

En una variación de la CDE dichos bonos podrían ser redimidos en pesos por su valor nominal más un premio del 50% sobre su valor inicial de compra, si los fondos que resulten se invierten en Bolivia. Estos fondos pueden ser usados para adquirir bancos e industrias locales, públicas, privadas y semi-estatales.

Otra operación de CDE ya acordada incluye la compra por una institución preocupada del medio ambiente de 650 mil dólares de deuda

^{1/} Business Latin America, 20 de julio de 1987, p. 231.

boliviana en 100 mil dólares a cambio de un compromiso público de preservar el ambiente de una zona de la selva amazónica adyacente a la Reserva de la Biosfera en Beni.^{1/}

k) Otros países

Un caso particular de canje ha sido establecido por Perú, país que ha iniciado negociaciones para cambiar pagarés de deuda externa por productos. Dos tercios de exportaciones no tradicionales puedan ser pagadas en divisas y el tercio restante cancela pagarés de deuda peruana. En diciembre de 1986 se realizó una operación por 20 millones de dólares y en la que un banco de EE.UU. aceptó espárragos y minerales en vez de divisas.^{2/} En otra operación Perú recibirá un tercio del pago correspondiente a la exportación de computadores a Checoslovaquia en bienes; otro tercio en divisas y el resto se utilizará para reducir la deuda con dicho país.^{3/}

Se ha indicado que Perú estaría considerando operaciones de CDE cuyo objetivo sería la creación de zonas de libre comercio en las que podrían realizarse inversiones extranjeras financiadas con dichos fondos.^{4/}

Jamaica ha anunciado oficialmente su intención de establecer un programa de conversión de la deuda externa con los bancos comerciales hasta por 200 millones de dólares en los próximos cinco años. Los fines a que dichas operaciones podrán aplicarse incluyen inversiones nuevas en

1/ Business Week, 10 de agosto de 1987, p. 9.

2/ Latin American Weekly Report, 9 de abril de 1987.

3/ Christian Science Monitor, 14 de mayo de 1987.

4/ The Economist, 18 de julio de 1987.

industrias y turismo.^{1/} La primera operación, por 1.5 millones de dólares se materializó en agosto de 1987. Conforme al programa de conversión no podrá haber remisión de utilidades ni repatriación de capital por tres años.^{2/}

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 dicho país no sería suficiente para impulsarlo.^{3/}

Se esperaba que los acuerdos con los bancos acreedores - no de reestructuración, ya que Colombia no lo ha hecho - incluirá el estudio de la incorporación de operaciones de CDE. Sin embargo, no se espera que éste sea pronto operativo, por no existir mayor interés oficial al respecto.^{4/}

En República Dominicana se estudia la posibilidad de permitir conversión de deuda a capital; este programa sería aplicable a los 840 millones de dólares de deuda bancaria reestructurada. La CDE estaría abierta a los inversionistas locales y extranjeros, quienes deberían operar con divisas originadas fuera del país. Los fondos en moneda local resultantes podrían utilizarse para adquirir tierras para desarrollo turístico, para operaciones de leasing de tierras fiscales y de otras propiedades, como fábricas y hoteles estatales, así como para financiar

1/ The Journal of Commerce, 25 de marzo de 1987 y Business Latin America, 25 de mayo de 1987. Las últimas cifras en Financial Times, 30 de julio de 1987.

2/ Business Latin America, 17 de agosto de 1987, p. 259.

3/ Business Latin America, 22 de septiembre de 1986.

4/ Business Latin America, 27 de julio de 1987, p. 239.

los costos locales de proyectos nuevos. Durante los primeros cinco años no se permitiría la remisión de utilidades.1/

En Guatemala se espera que pronto se dé a conocer un plan de conversión de deuda en capital, especialmente respecto de los "bonos de estabilización" que serán exigibles en 1988 y 1989.2/

En Uruguay se firmó un acuerdo en julio de 1987 para financiar con una operación de CDE la construcción de un hotel de lujo en Montevideo. La operación es por 35 millones de dólares. El Banco Central todavía no ha regulado las operaciones de CDE, si bien el acuerdo con los bancos, de julio de 1986, las hizo posibles.3/

Respecto de Nicaragua se ha señalado la posibilidad de una operación de canje de la deuda externa, que sería financiada por países donantes.4/

Otros países de la región realizan operaciones de conversión de manera discrecional.5/

En Nigeria las notas promisorias sobre compromisos impagos no asegurados pueden ser redimidos en moneda local en los términos que acuerden los tenedores y el Banco Central. Si se realiza una inversión de largo plazo aprobada con el resultante de dicha operación, ella será

1/ Business Latin America, 22 de junio de 1987.

2/ Business Latin America, 25 de mayo de 1987.

3/ Business Latin America, 13 de julio de 1987.

4/ South, julio de 1987, p. 103.

5/ Business Latin America, 25 de mayo de 1987, p. 161.

tratada como si se hubiera realizado en divisas para efectos impositivos, de remesas de utilidades y repatriación de capital.1/

En Marruecos es posible la iniciación de un programa limitado de CDE, el que fue incluido en el último acuerdo de reestructuración de la deuda.2/

1/ IMF, International Capital Markets, diciembre 1986, p. 161.

2/ Euromoney, mayo de 1987, p. 118.

4. Políticas en los países de los bancos acreedores

a) Estados Unidos

El Gobierno de Estados Unidos ha impulsado abiertamente la CDE y ella forma parte del Plan Baker.^{1/} Desde otro punto de vista, la regulación bancaria en EE.UU. restringe las posibilidades de que los bancos puedan ser propietarios del capital de empresas no bancarias en el exterior. La Regulación K de la Reserva Federal incluye dos elementos principales:

- a) Los bancos pueden invertir en bancos extranjeros.
- b) Ellos pueden realizar actividades en el exterior que el Consejo determine que son frecuentes en relación al giro bancario o financiero, siempre que la firma realice sólo ocasionalmente negocios en EE.UU.

La regulación K incluye tres niveles de propiedad permitidos en las compañías extranjeras:

- a) Subsidiaria
- b) Joint-venture 20%-50%, sin control.
- c) Inversión de cartera, hasta 20%. Un banco de EE.UU. puede invertir hasta 100% de su capital y sus utilidades en este tipo, cualquiera sea su actividad, en la medida en que una inversión es

^{1/} Véanse al respecto las declaraciones de David Mulford, Secretario Asistente del Tesoro de Estados Unidos, en el que además cita el apoyo del Secretario Baker a la iniciativa. Conferencia de David Mulford, Nueva York, 12 de marzo de 1987.

realmente pasiva.^{1/} El monto máximo de la inversión debía ser 15 millones de dólares plazo de cinco años, prorrogables por otros cinco.^{2/}

La Reserva Federal ha mantenido una política neutral respecto de las operaciones de CDE, como señalara el Director de la División de Finanzas Internacional en el seminario ya citado:

"Puede inferirse razonablemente que el Consejo es neutral respecto de la CDE en general Me parecería anómalo, desde el punto de vista de la seguridad y solidez del Consejo, dar un crédito extra, por así decirlo, a la conversión de deuda".^{3/}

Desde otro punto de vista, los bancos de EE.UU. no obtienen franquicias tributarias por la capitalización de intereses, a diferencia de los bancos europeos y japoneses.^{4/}

Una discusión que no ha sido completamente zanjada en EE.UU. es la valorización de las operaciones de CDE ¿es ella un hecho de contabilidad? (accounting event), ¿debe valorarse la pérdida o lo que se recupera? Son preguntas sin respuestas claras, por ahora, si bien la práctica las irá dando.^{5/} En mayo pasado el American Institute of Certified Public

^{1/} Edwin Truman, Director de la División de Finanzas Internacionales de la Reserva Federal, en Debt/Equity Conversion. A Strategy for Easing Third World Debt, Proceedings de la Conferencia patrocinada por la Heritage Foundation, Washington, 21 de enero de 1987, pp. 52-53.

^{2/} El Mercurio, Santiago, 16 de agosto de 1987.

^{3/} Edwin Truman, Debt/Equity...op. cit., p. 54

^{4/} Lenny Glyn, "Taking the Hit on IDC Debt", Institutional Investor, julio de 1987, p. 171.

^{5/} Véase al respecto la presentación de Ronald Harnek, de Peat Marwick Main en Debt/Equity...op. cit., p. 55.

Accountants determinó que los bancos que reestructuran su cartera mediante canjes de deuda deben probar a los auditores que estos no representan pérdida.^{1/} Se ha sugerido que los auditores deberían consultar a especialistas en las respectivas economías nacionales antes de adoptar una decisión al respecto.^{2/}

OPIC ha aceptado que las operaciones de CDE pueden ser parte de sus transacciones y de hecho, en agosto ya había participado en dos operaciones de conversión y consideraba otros proyectos.^{3/}

Los bancos "presionan agresivamente" por un cambio de las regulaciones que limitan su capacidad de adquirir capital directamente.^{4/} La Reserva Federal modificó recientemente sus regulaciones al respecto; de ahora en adelante, los bancos privados estadounidenses podrán usar sus créditos a naciones en desarrollo para comprar en ellas empresas estatales que sean transferidas a la propiedad privada. Dicha medida fue auspiciada, entre otros por el Bankers Trust, el Bank of America y el Citibank.^{5/}

La Reserva Federal anunció que ha liberalizado las provisiones claves de las leyes financieras para permitir que los bancos actúen, a través de firmas "holdings" propias, como inversionistas en un 100% del capital de una compañía extranjera, cambiando sus créditos a naciones en

^{1/} Euromoney, mayo de 1987, p. 122.

^{2/} Auditing the Allowances for Credit Losses of Banks, Institute of Accountants, 1987, citado en Wall Street Journal, 8 de junio de 1987.

^{3/} Euromoney, agosto de 1987, p. 158.

^{4/} Business Latin America, 8 de junio de 1987, p. 178.

^{5/} El Mercurio, Santiago, 16 de agosto de 1987.

desarrollo endeudadas por inversiones en acciones. Los países elegibles serán naciones en desarrollo que hayan reestructurado su deuda desde 1980. La enmienda permitirá a las organizaciones bancarias estadounidenses adquirir hasta el 100% de las acciones de una empresa extranjera en las siguientes circunstancias:

- La empresa no financiera debe estar en proceso de ser transferida de la propiedad pública a la privada y debe ser adquirida a un gobierno extranjero.
- El país en que la empresa esté localizada debe ser un país en desarrollo fuertemente endeudado.
- Las acciones deben ser adquiridas mediante una conversión de deuda por capital.
- Las acciones deben ser mantenidas por una empresa "holding" bancaria o sus subsidiarias, de modo de mantener una "barrera efectiva" entre el banco y su nueva adquisición, para evitar conflictos de interés y no extender la protección de las leyes bancarias estadounidenses a la operación.
- La firma bancaria debe abandonar la inversión dentro de cinco años de la compra, a menos que la Junta de la Reserva Federal extienda el plazo, pero en ningún caso en más de 10 años.

Los bancos podrán, con permiso de la Reserva Federal, realizar inversiones adicionales en las firmas adquiridas.^{1/}

b) La agencia japonesa en Islas Cayman

Los veintiocho principales bancos japoneses acreedores de América Latina han establecido una corporación - JBA Investment Inc. - en las

^{1/} Tomado de El Mercurio, Santiago, Chile, 14 de agosto de 1987.

Islas Cayman, paraíso fiscal, para comprar pagarés de su propia deuda, con descuento. El descuento lo establece el Centro Japonés para las Finanzas Internacionales, una entidad semi-estatal creada para analizar la situación de los países tenedores.

Los bancos pueden descontar de sus impuestos las pérdidas de capital resultante de su ingreso. El organismo por su parte mantendrá el cobro del principal y los intereses en sus términos originales: los montos recibidos serán distribuidos como utilidades a los bancos.^{1/}

La JBA Investment inició sus actividades adquiriendo pagarés mexicanos, los que corresponden a 13 mil millones de dólares de los 36 mil millones de dólares de deuda de la región con los bancos japoneses.^{2/} El primer objetivo de dicha agencia fue la venta de préstamos a México correspondientes a 1983, por 830 millones de dólares. Posteriormente la operación continuaría con otra deuda pública de ese u otro país.

Entre las consecuencias posibles de dicha iniciativa pueden señalarse las siguientes:

- Aumento de la presión para crear de un sistema multilateral del mismo tipo, por ejemplo, mediante la creación de una agencia del Banco Mundial, especializada en la compra, con descuento, de deuda del Tercer Mundo.^{3/} El Banco Mundial podría transferir el efecto del

^{1/} Euromoney, abril de 1987.

^{2/} La deuda de otros países con la banca japonesa es la siguiente: Brasil, 11 mil millones de dólares; Argentina, 5.5 mil millones de dólares; Venezuela, 4.3 mil millones de dólares; Chile, 1.8 mil millones de dólares.

^{3/} Business Latin America, 25 de mayo de 1987.

descuento a los países deudores.^{1/} Esta iniciativa cuenta con la oposición de la actual administración de EE.UU.^{2/}

- La tasa de descuento que dicha agencia aplique en la venta de la deuda, podría ser distinta a las actuales del mercado secundario, en cuyo caso el actual mercado se vería fuertemente afectado. En el caso de la deuda mexicana, sin embargo, se utilizó la valoración de mercado.

- A mediano plazo la agencia japonesa podría iniciar otro tipo de actividades, como operaciones de conversión de la deuda, e incluso tomar un papel activo en los esfuerzos de renegociación de la deuda.

- Mejora la situación competitiva de los bancos japoneses en un sentido adverso al Plan Baker, ya que facilita el "desenganche" de los bancos en relación a América Latina.

c) Organismos multilaterales

Los organismos financieros multilaterales han apoyado la capitalización de la deuda como una solución parcial al problema de su eventual incumplimiento.^{3/} En algunos medios se ha señalado la necesidad de que el FMI y otros organismos multilaterales de crédito agreguen a su lista de condiciones para el otorgamiento de préstamos a los países la aceptación por éstos del mecanismo de conversión de la deuda externa,

^{1/} Lenny Glyn, op. cit., pp. 170-171.

^{2/} Al respecto véanse las declaraciones del Secretario Asistente del Tesoro de Estados Unidos, Conferencia de David Mulford, Nueva York, 12 de marzo de 1987.

^{3/} Véanse las declaraciones del Presidente del Banco Mundial en su conferencia de prensa del 14 de enero de 1987. El Clarín de Buenos Aires, 15 de enero de 1987.

incluso para realizar inversiones de carteras, de carácter institucional.^{1/}

La Corporación Financiera Internacional, del Banco Mundial, ha promovido activamente la creación de fondos mutuos internacionales capitalizados mediante CDE.

d) Los bancos acreedores

En varios acuerdos de reestructuración de la deuda externa entre países en desarrollo y los bancos, se han incluido cláusulas referidas a la CDE, en orden a hacerla posible, si bien no mandatoria.

^{1/} The Economist, 11 de julio de 1987.

5. La provisión de pérdidas de los bancos de EE.UU. y sus consecuencias probables

A partir de la decisión del Citicorp, cincuenta de los mayores bancos de EE.UU. aumentaron sus reservas en 16.7 mil millones de dólares entre mayo y julio de 1987. De dicho total destacan el Citicorp (3 mil millones de dólares), el Manufacturer Hannover (1 200 millones de dólares), el Chase Manhattan (1 600 millones de dólares), el Chemical y el Bank of America (1 100 millones de dólares cada uno).^{1/}

Las principales consecuencias en relación a la CDE es que, al menos para el Citicorp, el préstamo de dinero fresco sólo para asegurar la continuidad del pago de los intereses de la deuda habrá llegado a su término. Esto provocará, entre otras cosas, un aumento importante de los títulos de deuda externa a ser convertidos. En su conferencia de prensa, el Presidente de Citicorp anunció que durante los próximos tres años se espera que 1 000 millones de dólares de la reserva expandida serán dedicados a cubrir pérdidas correspondientes al descuento con el que se realizan las ejecuciones de conversión. Ellas deberían fluctuar entre 2 mil millones de dólares y 3 mil millones de dólares durante esos años; estas cifras variarán según el descuento respectivo.

El Presidente de Citicorp señaló entonces:

"No sacamos nada con seguir entregando nuevos préstamos a veinte años plazo sujetos a todo tipo de reestructuración Hoy en día aparece mucho más conveniente invertir en una empresa rentable en Brasil, por ejemplo, que mantener prestamos en el Banco Central de dicho país... Durante los

^{1/} The Wall Street Journal, 20 de julio de 1987.

próximos años trataremos de recolocar y capitalizar una parte significativa de nuestra deuda... (Invertiremos) en cualquier cosa que sea económicamente conveniente... Incluso estamos dispuestos a retirar nuestra inversión si, en diez años más, hay alguien interesado en comprar nuestra parte. Lo anterior porque no queremos ser inversionistas en capital de largo plazo".1/

Este hecho plantea de manera drástica la falta de coincidencias entre el interés de los bancos que adoptan dicha actitud y el de América Latina. La solución subóptima de los bancos está alejada de la función que la región espera de ellos como actividad principal. El Secretario Baker señaló que una de las contrapartidas de los fondos adicionales del Plan de su nombre debía ser un ambiente más favorable a la inversión extranjera. Los bancos decidieron acortar camino: adquirir los bienes sin prestar el dinero.

El banco ha manifestado su interés en distribuir el riesgo entre muchas empresas pequeñas, muy probablemente buscando socios locales. La intención es convertir en inversión alrededor de 200 millones de dólares al año.2/ El Presidente del Citicorp señaló que una proporción de 20% a 25% de la deuda externa regional podría ser convertida en inversiones directas.3/

1/ John Reed, Presidente del Citibank, The Wall Street Journal, 21 de mayo de 1987.

2/ Business Week, 15 de junio de 1987.

3/ El Mercurio, 8 de agosto de 1987.

Por supuesto no todos los bancos seguirán necesariamente la estrategia del Citicorp. El Chase Manhattan Bank no tiene planes inmediatos de imitarla, pero analiza tal posibilidad.^{1/} Muchos bancos todavía incluyen en sus libros los pagarés por encima de su valor de mercado y por eso es improbable que sean vendedores activos hasta que dicho precio se acerque al valor nominal menos las provisiones.

En la práctica, los bancos competirán directamente con las empresas transnacionales de otros sectores por una cartera de oportunidades de inversión limitada.

^{1/} The Journal of Commerce, 29 de mayo de 1987.

6. Perspectivas de la conversión

Como se ha visto a lo largo de esta parte del trabajo, la evolución del mercado de pagarés de la deuda está conformada por desarrollos simultáneos, algunos de los cuales tienen diversos grados de influencia sobre los demás, los que a su vez los modifican. Las políticas de los países de la región, así como las de los países centrales al respecto son determinantes, como también lo son la actitud de los bancos y de los organismos multilaterales de crédito. La variable principal, sin embargo, es la evolución de problema de la deuda externa de la región.

La transferencia neta de recursos al exterior por América Latina equivale a un promedio de más del 4% del PIB anualmente, lo que es bastante superior a la transferencia correspondiente realizada por la República de Weimar después de la Primera Guerra Mundial - 2.5% anual -. Los préstamos bancarios netos en 1985 y 1986 han sido aún menores que en 1983-1984 (Cuadro 9). Pareciera haberse llegado a un nivel de incomprensibilidad de la economía regional.^{1/}

Un regreso inminente a los préstamos voluntarios es totalmente improbable. El Plan Baker ha muerto: ni los bancos comerciales ni las agencias multilaterales proveyeron los fondos necesarios. Las reestructuraciones vía "new money" bancario parecen destinadas a desaparecer. Los bancos podrían endurecer sus términos.

En la medida en que el problema de la deuda no sea resuelto satisfactoriamente para permitir el crecimiento de la economía regional

^{1/} Conforme a las proyecciones de la CEPAL, la transferencia negativa al exterior durante 1987 será de 12 mil millones de dólares, lo que representa una mejoría en relación al período anterior. CEPAL, Economic Panorama of Latin America 1987, septiembre 1987, p. 7.

Cuadro 9

PRESTAMOS BANCARIOS NETOS A PAISES SELECCIONADOS

(en miles de millones de dólares)

| | Promedio anual 1983-1984 | 1985 | 1986 | Stock de deuda a fines de 1986 |
|-----------|--------------------------|------|------|-----------------------------------|
| Argentina | 0.2 | 2.2 | 1.6 | 33.0 |
| Brasil | 4.1 | -1.7 | 0.0 | 77.9 |
| Chile | 0.6 | 0.4 | -0.7 | 13.9 |
| Colombia | 0.0 | -0.7 | 0.0 | 6.8 |
| México | 2.5 | 0.8 | -1.5 | 77.3 |
| Perú | -0.5 | -0.2 | -0.6 | 6.8 |
| Filipinas | 0.0 | -0.7 | 0.3 | 15.4 |
| Venezuela | -1.7 | 0.4 | -1.4 | 29.3 |

Fuente: Bank for International Settlements en Financial Times, 30 de julio de 1987.

- e incluso se endurezca la posición negociadora de los bancos- aumentarán sin duda las situaciones de moratoria parcial o total de la deuda externa de los diversos países, lo que induciría una baja del valor de los pagarés correspondientes.

A mediados de 1987 reina la diversidad en relación con la amortización de la deuda externa de América Latina. Sólo Argentina, Chile, México y Uruguay se han inscrito en el marco convencional del Plan Baker, el que implica la negociación de un programa de ajuste con el Fondo Monetario Internacional. Colombia y Venezuela están parcialmente fuera de dicho esquema, sin programas regulares de ajuste con el Fondo; Costa Rica, Honduras y la República Dominicana se encuentran aún en mayor medida fuera de dicho esquema. Bolivia, Brasil, Ecuador y Perú se encuentran oficialmente en situación de moratoria en relación con el pago del servicio de su deuda.^{1/}

Las perspectivas de corto plazo son que la situación se mantendrá en disolución sin cambios mayores hasta las elecciones de EE.UU. el próximo año, salvo que se de una situación dramática en uno de los tres grandes deudores.^{2/} La actual administración de EE.UU. no tomaría mayores iniciativas respecto de la deuda, en parte por razones ideológicas, y en parte por su actual debilitamiento político.^{3/} Los bancos, por su parte no tienen motivo para impulsar vastas condonaciones de la deuda. Es más razonable de su parte una actitud de realizar las

1/ CEPAL Comunicado de Prensa, 7 de agosto de 1987.

2/ Business Week, 15 de junio de 1987.

3/ Alexander Nicoll, "Fresh Approach to Third World Lending", Financial Times, 4 de junio de 1987.

pérdidas necesarias a través de ventas de deuda u otros instrumentos innovadores, pero manteniendo como objetivo el utilizar sus carteras y las economías deudoras como fuente de utilidades.^{1/}

La decisión del Citicorp podría aumentar la oferta de pagarés, sin que necesariamente aumente su demanda. De hecho, la mayor dureza que podrán ahora exhibir los grandes bancos frente a los países deudores aumentará las posibilidades de moratorias parciales o totales, lo que incrementará el descuento sobre los pagarés. Desde otro punto de vista, no es claro el efecto que sobre los precios de dichos instrumentos tendrá la expansión del mercado, la que podría disminuir su opacidad. Además, los bancos podrán controlar los aumentos indiscriminados de la oferta.

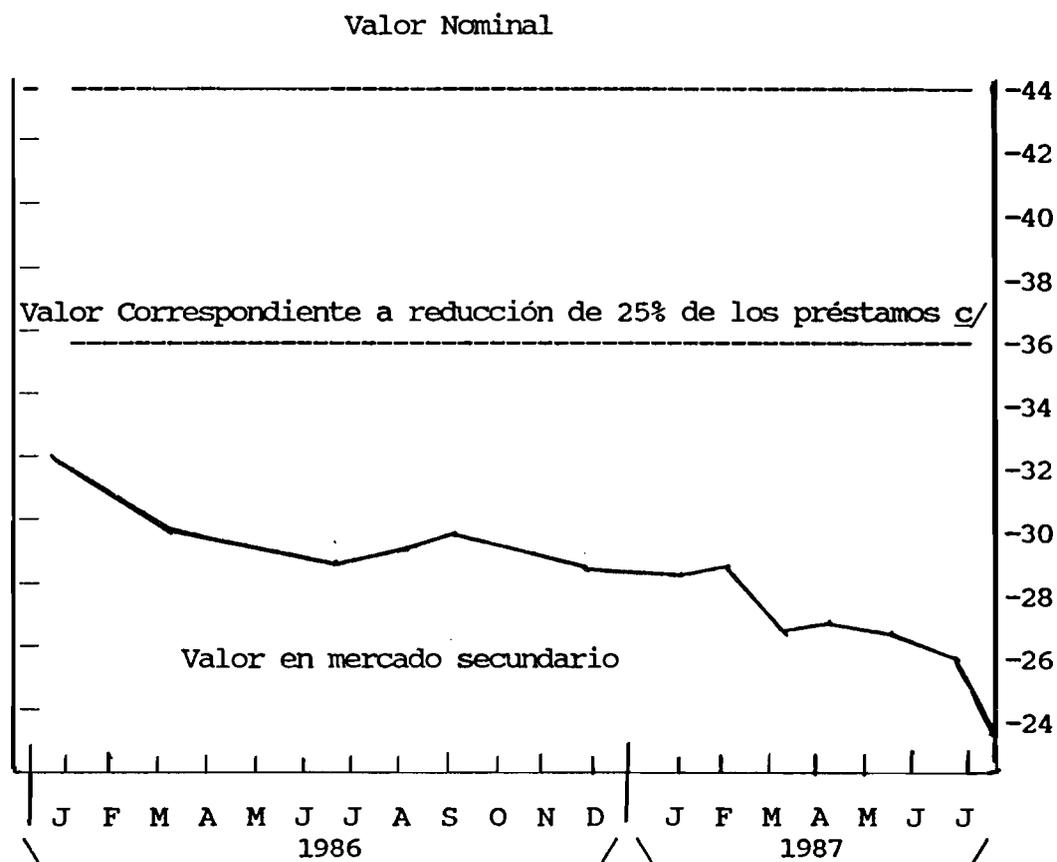
El valor de mercado de los préstamos hechos por los 10 bancos mayores de EE.UU. a los 5 principales deudores de la región (Argentina, Brasil, Chile, México y Venezuela) ha disminuido de casi 32 mil millones de dólares en enero de 1986 a menos de 24 mil millones de dólares en junio de 1987. Esta última cantidad es apenas superior a la mitad del valor nominal de la deuda (ver gráfico 1). La información más reciente da cuenta de una acentuación de esta tendencia, ya que los descuentos habrían aumentado en todos los países; en algunos casos, de manera substancial. Con una perspectiva de más largo plazo puede pensarse que, al igual que sucedió en la crisis de los treinta, la deuda latinoamericana podría sufrir descuentos aún más significativos que los actuales. "En 1939, siete años después del peor momento de la crisis, los bonos sudamericanos con atraso de pagos se cotizaban a un 14% de su

^{1/} Hobart Rowan, "IMF: No Longer a Bad Word", The Washington Post, 13 de agosto de 1987, p. A15.

Gráfico 1

VALOR DE LOS PRESTAMOS DE 10 GRANDES BANCOS DE EE.UU. a/
A AMERICA LATINA b/

(en miles de millones de dólares)



Fuente: Grant's Interest Rate Observer en The Economist, 25 de julio de 1987, p. 65.

a/ Manufacturers Hanover, Citibank, Bankers Trust, Chemical, Chase Manhattan, Republic New York, JP Morgan, Irving Trust, First Chicago, Bank of America.

b/ Argentina, Brasil, Chile, México y Venezuela.

c/ Suponiendo una reducción de los préstamos por un promedio de las provisiones de 25%.

valor nominal ... Entre 1935 y 1939 Chile adquirió bonos de su propia deuda (pagando) 15 centavos por cada dólar de deuda".^{1/} La concertación de los bancos, la falta de visión de los países centrales y, en menor medida, las restricciones institucionales, demoran este proceso. ¿Tiene sentido, en este marco, acelerar las operaciones de CDE? Este es el tema de la parte siguiente.

^{1/} Carlos Massad, "El alivio del peso de la deuda: experiencia histórica y necesidad presente", Revista de la CEPAL, No. 30, diciembre 1986, p. 19.

Tercera Parte

UNA EVALUACION DE LOS EFECTOS DE LA CONVERSION PARA AMERICA LATINA

1. Balanza de pagosa) Monto de la deuda

Como es natural, la conversión reduce el monto de la deuda, lo que permite mejorar ligeramente la posición negociadora 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, aunque aliviará ligeramente los compromisos de pago de intereses, los que durante 1986 alcanzaron a 32 mil millones de dólares.

La reducción del monto absoluto de la deuda no es un objetivo per se: nunca lo ha sido, ya que nadie - especialmente los bancos - pretende la desaparición de ella. Desde el punto de vista de los bancos lo importante es reducir la exposición por país y la regional. Desde el punto del país la relación que importa bajar es la que existe entre el pago de intereses y utilidades y el PIB, hasta el punto de revertir la transferencia neta negativa de recursos al exterior. En este sentido parece superior la alternativa de realizar la CDE directamente sobre los intereses y no sobre el principal de la deuda.

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 mil millones de dólares a fines de 1985 - con la deuda de ese año que alcanzaba los 368 mil millones. Se necesitaría

sexuplicar 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.

Cabría preguntarse sobre la ventaja de pagar por anticipado una deuda cuyo servicio normal ha sido suspendido o restringido por varios países, los que representan una proporción importante del total. Los bancos han ido enfrentando, poco a poco, la posibilidad de condonaciones relativamente masivas. Y, como es evidente, la deuda cancelada con conversión no podría aprovechar las alteraciones que sobrevinieran en las condiciones renegociadas.

El hecho que los pagarés se paguen con descuento encubre una paradoja: la conversión frena el alza de la tasa de descuento para los pagarés. La tasa de descuento no sube más como consecuencia de la voluntad de los países de pagar la deuda a ese nivel. Los países transfieren sus activos por menor precio en pagarés de deuda mientras mayor voluntad de pagar muestran. Desde otro punto de vista, la operación de CDE transfiere al exterior parte del castigo o rebaja de la deuda.^{1/}

b) Intereses

La conversión de la deuda reduce el monto de los intereses anuales, lo que es positivo para la balanza de pagos nacional. El cambio del pago de intereses a la remisión de utilidades relaciona este flujo con la economía nacional y genera impuestos. Es mejor remitir ganancias que intereses, siempre y cuando haya disponibilidad de divisas.

^{1/} Ricardo Ffrench-Davis, entrevista en La Epoca, Santiago, 20 de septiembre de 1987.

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 un período de desfase. En la medida en que los precios de compra de los activos correspondan a un período recesivo - en que estos 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 ellos no desearán mantener esos activos por un plazo indefinido.

Se ha hecho bastante caudal de la necesidad de alterar la relación deuda/inversión extranjera, que en el pasado reciente llegara a alejarse tanto de la experiencia histórica regional. Sin embargo dicho argumento no considera que la inversión financiada con operaciones de conversión no necesariamente representa ingreso de divisas.

c) 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, en suma, un elemento positivo evidente.

Sin embargo, hasta donde se pueda apreciar por la información disponible y aunque haya que esperar información adicional para formarse un juicio definitivo, no se estaría produciendo una repatriación masiva de capitales como resultado de la conversión si bien, en el caso de Chile, ha habido una acentuada estabilidad del valor del dólar en el mercado paralelo, lo que indicaría un proceso de vuelta de divisas fugadas, también habría habido retornos en México.

Conforme a recientes estimaciones, el acentuado proceso de fuga de capitales que se observó por varios años en la región, se ha modificado en varios países, como puede verse en el Cuadro 10. Es difícil, sin embargo, vincular dicho cambio a las operaciones de CDE de manera inequívoca: por una parte, es difícil aislar su efecto del de otras políticas y de la evolución general de la economía; por la otra, hay casos de CDE sin retorno de capital - Brasil -; de retorno sin CDE - Perú y otros en los que ambos coinciden, como en Chile.

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 renegociado a largo plazo. Existen otros usos para ese capital y que son prioritarios para el desarrollo nacional.^{1/}

^{1/} Al respecto, véase José Pablo Arellano y Joseph Ramos, Capital Flight in Chile, manuscrito no publicado, 1986.

Cuadro 10

FUGA DE CAPITALES a/ DESDE ALGUNOS PAISES DE
AMERICA LATINA

(miles de millones de dólares)

| País | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 |
|-----------|-------|------|------|------|
| Argentina | -0.4 | 1.1 | 0.4 | 0.7 |
| Brasil | -2.2 | -3.1 | -1.6 | -1.0 |
| Chile | 0.2 | 0.3 | 0.6 | 0.8 |
| Colombia | -0.5 | 0.7 | -0.8 | 0.0 |
| Ecuador | -0.7 | -0.1 | -0.3 | -0.2 |
| México | -8.5 | -3.9 | -2.4 | 0.9 |
| Perú | -0.6 | -0.7 | -0.1 | 0.4 |
| Venezuela | -3.8 | -1.7 | 0.4 | 0.4 |
| TOTAL | -16.5 | -7.4 | -3.8 | 2.1 |

Fuente: The Economist, 8 de agosto de 1987, p. 71, con datos de Morgan Guaranty.

a/ Flujos netos de capital por residentes, excluye la reinversión de utilidades de activos en el extranjero.

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 convencerse de las bondades de invertir en el propio país en vez de remitir sus fondos al exterior" ^{1/} con lo cual se podría detener la fuga de capitales. En la práctica, el retorno de capital a través de la CDE implica una discriminación en contra de los inversionistas en moneda local.^{2/}

Con un enfoque más general, cabe preguntarse por qué debe premiarse a los dueños de activos en el extranjero con ganancias de capital, mientras 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, afectando el bienestar de la mayoría de la población.

^{1/} Fortune, 18 de agosto de 1986, p. 59.

^{2/} Wolfgang Spieles, "Debt-Equity Swaps and the Heavily Indebted Countries", Intereconomics, mayo-junio 1987, p. 121.

2. Inversión extranjera directa

a) Políticas de inversión extranjera

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.

Las políticas de inversión extranjera entendidas como el marco general para el ingreso de la inversión directa se han liberalizado continuamente durante el último período, con muy pocas excepciones, sin que ello haya podido revertir significativamente la retracción de ésta. El principal efecto de la CDE no es tanto la liberalización como la creación de oportunidades comerciales de excepción referidas a la transferencia de activos locales. Con una visión más amplia, sin embargo, existe la posibilidad de una política activa y selectiva de inversiones extranjeras, respecto de lo cual la CDE presenta posibilidades más interesantes.

Las empresas transnacionales de EE.UU. han sufrido un fuerte proceso de descapitalización en la región y su flujo neto de inversión ha sido negativo por varios años. Sus perspectivas de inversión son débiles.^{1/} Sería necesario por lo tanto distinguir entre empresas transnacionales de distinto origen, ya que el comportamiento de sus

^{1/} Sobre el tema véase The Impact of the Latin American Debt Crisis on U.S. Corporations Operating in Latin America, testimonio por Margaret Hayes - Director de la Oficina de Washington del Consejo de las Américas - ante el Subcomité de Deuda Internacional del Comité de Finanzas del Senado de EE.UU., 9 de marzo de 1987, p. 3.

flujos es también diferente.^{1/} Es perfectamente válido distinguir entre empresas transnacionales con diversos comportamientos observados: cualquier banco discrimina entre sus clientes, según su calidad financiera.

b) Monto de inversión

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.^{2/} La CDE, sin embargo, puede crear un efecto de desviación de la inversión extranjera hacia un canal más ventajoso para el inversionista extranjero; en ausencia de inversión adicional, los países pueden estar mejor sin CDE, como ha señalado recientemente un estudio hecho para el Grupo de los Treinta.^{3/}

La IED tradicional y la basada en CDE expanden ambas los retiros externos de la economía: sin embargo su impacto sobre la balanza de pagos es diferente: la CDE tiende a inhibir la reinversión de utilidades de las filiales de empresas transnacionales, ya que resulta más conveniente remitirlas para financiar operaciones de este tipo.^{4/}

1/ Eugenio Lahera, La paradoja del factor escaso. Comportamiento de los flujos de inversión extranjera directa a nivel global y en América Latina, SELA, Caracas, abril 1987.

2/ Al respecto véase Council of the Americas, Coping with Crisis: U.S. Investment and Latin American's Continuing Economic Problems, Nueva York, 1987.

3/ David Roberts y Eli Remolona, "Debt Swaps: a Technique in Developing Country Finance", en R. Debs, D. Roberts y E. Remolona, Finance for Developing Countries, Alternative Sources of Finance. Debt Swaps, Group of Thirty, Nueva York, 1987, p.p 28 y s.s.

4/ D. Roberts y E. Remolona, op. cit., p. 33.

Desde otro punto de vista, esta situación de sobreincentivación 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, lo que es especialmente inadecuado en un período en el que se requiere de un ajuste positivo, el que readecúe las economías de la región.

c) Transferencia de activos

Está claro que si se estima deseable la IED, es inevitable aceptar una relativa pérdida de autonomía económica, la que - en principio - debería ser compensada por otras ventajas de dicha inversión. Sin embargo, salvo casos especiales - como la inminencia de quiebra de empresas viables - la compra de activos existentes por las empresas transnacionales no es necesariamente de gran beneficio. Además puede fomentar la especulación con el precio de los activos ya que 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. Especialmente grave puede llegar a ser un proceso de privatización descontrolado que se financie principalmente con CDE.^{1/}

El crecimiento de la inversión extranjera directa por la vía de la conversión puede ser visto en la perspectiva del stock de IED acumulado a lo largo de toda la historia de América Latina; éste llega, como se señaló, a 60 mil millones de dólares. Las potenciales operaciones de

^{1/} En el caso de Chile se ha estimado que la pérdida patrimonial del Estado en el proceso de privatización llegaría a 1 000 millones de dólares. Parte de las empresas públicas privatizadas lo fueron en operaciones de CDE, Memorandum No. 3 del Comité de Defensa del Patrimonio Nacional, diciembre 1986.

conversión podrían llegar a representar 20 mil millones de dólares en el lapso de pocos años, lo que da una idea de la magnitud de las eventuales transferencias de activos envueltas, en ausencia de restricciones a su compra.

Sin embargo, no es sólo 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?

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.^{1/}

d) Incentivos a la IED

Si a las corrientes resultantes de la CDE 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

^{1/} David Roberts y Eli Remolona, op. cit.

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 CDE, de hecho representa un subsidio al capital extranjero. Dicho subsidio equivale a la diferencia entre el descuento al pagaré adquirido en el mercado secundario y el descuento con el que el Banco Central entrega moneda local por la deuda. 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.^{1/} Se subsidia así la conversión de activos en el exterior en activos domésticos, la que no genera por sí misma incentivos adicionales para retener dichos activos. Dicho subsidio puede inducir una inversión desplazada, que se habría realizado de todos modos sin éste.^{2/} La CDE da a los inversionistas extranjeros la oportunidad - generalmente negada a los inversionistas nacionales - de obtener moneda local con un descuento importante. La diferencia resultante de las diferentes tasas de descuento aplicados a la CDE es una ganancia patrimonial para quien la realiza. En la mayor parte de los casos, las ETs pueden sumar a los incentivos de la CDE aquellos preexistentes.

e) Deuda externa de los transnacionales

La deuda externa de las empresas transnacionales en la región llegó a 38 100 millones de dólares de los cuales 17 mil millones eran a largo plazo y 5 300 millones correspondían a compromisos con sus matrices (Cuadro 11). Es interesante destacar, sin embargo, que, a juzgar por la

^{1/} Este punto me fue sugerido por Robert Devlin.

^{2/} FMI, International Capital Markets, diciembre 1986, p. 64.

información disponible, las empresas transnacionales prefieran pagar íntegramente sus deudas y comprar otras baratas, como se aprecia en el caso de Chile.^{1/}

^{1/} Ver también "Third World Creditors Give Debt-Equity Swaps a Try", Wall Street Journal, 11 de junio de 1987.

Cuadro 11

DEUDA ESTIMADA DE LAS FILIALES DE EMPRESAS TRANSNACIONALES
DE ESTADOS UNIDOS EN AMERICA LATINA, 1977 Y 1982

(miles de millones de dólares)

| | Valor 1977 | Valor 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 |
| Total deuda I + II | 52.7 | 86.0 |

Fuente: Estimaciones del Centro de las Naciones Unidas de Empresas Transnacionales. La metodología utilizada puede consultarse en Foreign Direct Investment in Latin America: Recent Trends, Prospects and Policy Issues, Series A No. 3, 1986.

3. Sistema financiero nacional

a) Oferta de dinero

Una ventaja de la capitalización es que el pago de la deuda se efectúa en moneda local y no en divisas.

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".^{1/} 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.

Una manera de evitar el aumento de la oferta de dinero, lo que podría tener efectos inflacionarios, es la emisión de bonos públicos para ser utilizados en las operaciones de conversión. Sin embargo, en la

^{1/} World Financial Markets, septiembre 1986.

mayor parte de los países de América Latina existe una demanda insuficiente de dichos bonos, lo que dificulta su aplicación.

b) Desplazamiento de inversión

El pago de la deuda se basa en ahorro o capital nacionales, que se substraen de otras posibilidades de uso.^{1/} La sustitución de deuda externa por deuda interna, a menos que sea acompañada de un flujo neto de capital o su impacto monetario sea neutralizado, puede contribuir a desplazar inversión local (crowding-out effect) como resultado del aumento de las tasas de interés, de la expansión monetaria, una depreciación no buscada del cambio paralelo, o de las tres.^{2/}

En realidad se trata del cambio de una obligación por otra, el cual puede o no inducir inversión: no existe simultaneidad en ambos pasos. En ausencia de señales claras 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.^{3/}

c) Tasa de interés

La demanda adicional de dinero inducida por las operaciones de CDE puede elevar las tasas de interés del respectivo mercado financiero.

1/ Rudiger Dornbusch, El Cronista Comercial, 21 de agosto de 1986.

2/ Edwin Truman, Debt Equity Swaps...op. cit., p. 52.

3/ Rudiger Dornbusch, El Cronista Comercial, 21 de agosto de 1986.

d) Situación financiera de las empresas

La CDE facilita la reestructuración financiera de los deudores y de los bancos locales. Ella aumenta la liquidez en el sistema financiero, al mismo tiempo que posibilita el saneamiento financiero.

e) Tipo de cambio

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, por una parte, de la demanda creada por las operaciones de conversión; y de la oferta de divisas "negras" - no fugadas, pero tampoco oficiales.

f) Mercado de acciones

La CDE puede contribuir al desarrollo del mercado de valores. Sin embargo, el impacto del capital extranjero que aumenta la demanda del relativamente escaso número de acciones con liquidez suficiente para ser transado, puede provocar un efecto de burbuja. Cabe señalar al respecto que la capitalización del mercado accionario de los países de América Latina a fines de 1986 ascendía solamente a 54 mil millones de dólares.^{1/}

g) Cambio de tasas de interés de la deuda

El déficit del sector fiscal puede aumentar si el costo para el sector público de la deuda interna es mayor que el equivalente en moneda local del costo del servicio de la deuda que será convertida (Cuadro 12).

Por otra parte,

"No se debe olvidar que uno de los objetivos principales que persigue este tipo de programas es, precisamente, el aumento

^{1/} Información de la Corporación Financiera Internacional, en Instituto Interamericano de Mercados de Capital, Documento Básico de la "Mesa redonda sobre esquemas de capitalización y conversión de la deuda externa Latinoamericana", Caracas, agosto 1987, p. 12.

de la inversión y de la producción, en general. Si esta aspiración se cumple razonablemente bien, es lógico pensar que el Estado, en una o más fases del ciclo productivo, siempre tiene la oportunidad de aumentar las recaudaciones fiscales vía mayores ingresos por concepto de impuesto a la renta, impuesto a las transacciones mercantiles, etc. En consecuencia, en el conjunto, el posible impacto fiscal de los programas de capitalización de la deuda externa puede tener una compensación a través de futuros aumentos de los ingresos fiscales".1/

1/ Instituto Interamericano de Mercados de Capital, Los programas de capitalización de la deuda externa en América Latina, Caracas, 1987, p.

Cuadro 12

RENDIMIENTOS OBSERVADOS DE INSTRUMENTOS SELECCIONADOS
DEL MERCADO FINANCIERO EN CINCO PAISES a/

(en porcentajes por año)

| País | Moneda local | | Dólares <u>a/</u> | |
|-------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| | enero/86-marzo/87 | abril/87-junio/87 | enero/86-marzo/87 | abril/87-junio/87 |
| Argentina | 100 | 138 | 23 | 12 |
| Brasil | 273 | 853 | 19 | -56 |
| Chile | 20 | 29 | 8 | 2 |
| México | 133 | 148 | 0 | 80 |
| Filipinas | 15 | 9 | 13 | 9 |
| Libor dólar | na | na | 7 | 7 |

Fuente: Morgan Guaranty, World Financial Markets, junio-julio 1987, p. 13.

a/ Argentina: Depósitos a 30 días.

Brasil : Bonos del Tesoro a 90 días.

Chile : Notas promisorias a 60 días.

México : Depósitos a 90 días.

Filipinas: Notas promisorias a 90 días.

Libor : Depósitos semestrales.

b/ Los períodos de devaluaciones rápidas o compensatorias rebajan los retornos en términos de dólares.

Cuarta Parte

CONCLUSIONES Y ALTERNATIVAS

1. Conclusiones

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, algunas modalidades plantean problemas para la economía nacional, tal cual se aplican actualmente.

Los bancos acreedores que venden los pagarés mejoran su cartera, licúan la deuda, 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 incluso 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. Al cancelar la deuda original el banco adquiere un grado más de libertad frente a los países y, en todo caso, le permite reducir o modificar el porcentaje de colocaciones en un país o región.

El operador 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.

Para las firmas locales que desean reducir su endeudamiento en moneda local o extranjera, el sistema resulta una forma barata de mejorar

el flujo de fondos y elevar la rentabilidad de la firma a fin de encarar una expansión futura. 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 diversos intermediarios obtienen importantes utilidades por su mediación. Los organismos multilaterales de crédito aprueban, porque el país deudor privilegia así la principal variable real importante para ellos, a saber, el pago de la deuda externa.

En definitiva, pareciera ser una solución sin fallas y que deja contentos a todos. Este canje de una deuda por un activo concita una rara unanimidad entre los acreedores extranjeros, los bancos transnacionales, las empresas transnacionales, los bancos centrales y el sistema financiero de algunos países latinoamericanos, el Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial y el Gobierno de Estados Unidos.^{1/} Todos parecen ganar con la conversión. Para apreciar si esto es así es necesario analizar sus condiciones y resultados reales también desde un punto de vista macroeconómico.

El país que autoriza la conversión de la deuda externa obtiene la rebaja consiguiente del volumen de esa deuda y del pago anual de intereses, lo que implica un pago efectivo menor que el del título

^{1/} Véanse las declaraciones del Presidente del Banco Mundial en su conferencia de prensa del 14 de enero de 1987. El Clarín de Buenos Aires, 15 de enero de 1987.

correspondiente. Por otra parte, se obtiene una mayoría en la situación financiera de las empresas. Además, resulta positivo cambiar obligaciones improductivas por posibilidades de inversión, sobre todo cuando el futuro de la inversión extranjera es incierto. El retorno de los capitales fugados, además de un imperativo ético, es muy conveniente en la coyuntura actual, de crisis del sector financiero externo regional. Por último, se elimina el aval estatal sobre la porción convertida de la deuda.

En un primer momento la conversión pareció una solución sin fallas y que dejaría a todos contentos (lo mejor desde la invención del pan blanco, ironizó Dornbusch). Se trata de un caso más de "finanzas creativas" que, sin solucionar el problema de la deuda, permitía un escape de la presión.

En un segundo momento se empezaron a detectar efectos no queridos de la conversión y que afectaban el balance neto de la operación; los principales entre ellos eran la expansión monetaria con efecto inflacionario; el aumento del diferencial cambiario y la creación de hecho de dos tasas de cambio, la que distorsiona las señales para la inversión; la posibilidad de round-tripping; la probable presión sobre las tasas de interés; y el efecto de desviación de la inversión extranjera hacía este canal más conveniente para los inversionistas extranjeros, pero que generalmente no implica aporte de divisas. Algunos de estos efectos pueden evitarse con una operación cuidadosa del sistema de conversión, como prueba el caso de Chile.

Sin embargo, existen problemas que no corresponden a la operación sino que a la naturaleza de la conversión. Dicho de otro modo, el punto

no es solamente si la operación está bien hecha, sino que si ella es conveniente o siquiera necesaria. A este respecto se han planteado serias dudas. Cada día resulta más evidente una diferencia de óptica respecto de la conversión entre los países, por una parte, que la han aprobado como una manera de contribuir al restablecimiento de las corrientes financieras hacia la región, y los bancos, por la otra, que la buscan como una manera de reducir, o incluso eliminar su exposición crediticia regional. El creciente papel de los bancos como operadores pasajeros de activos locales no corresponde a lo que de ellos se espera. ¿Vale la pena prepagar la deuda con buenos activos, sin obtener nuevos créditos o cambio? Si un mérito principal del esquema para los bancos es que les permite salirse de la región, es paradójico que los países lo apoyen como una manera de reanimar los flujos positivos de capital. Los bancos buscan disciplina financiera para extraer recursos; los países la requieren para crecer y diversificar su inserción externa.

El país trueca una deuda de origen no siempre indubitable y de exigibilidad problemática, por una deuda cierta que se paga desviando fondos que podrían utilizarse para otros fines, traspasando activos reales a sus nuevos dueños, o abaratando su capital de trabajo y que genera utilidades remesables con posterioridad. 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 de la eficiencia en la utilización del financiamiento externo.

Convertir el principal de la deuda presente pocas ventajas. En primer lugar, porque el impacto de dicha operación sobre el pago de intereses es pequeño y, en segundo lugar, porque existe un creciente consenso en que el valor nominal del principal no se pagará, si bien nadie sabe cuanto continuará bajando.

En algunos casos se trata, por lo dicho, de una manera onerosa de reducir la deuda externa y que puede tener efectos colaterales de importancia. De hecho, la conversión es de importancia marginal en cuanto a la situación de la deuda externa regional. Quizás su mayor significación al respecto es el reconocimiento por los bancos de que el valor actual de la deuda es distinto - e inferior - al oficial.

Por otra parte, existe una posibilidad de desnacionalización de activos ya existentes en la economía nacional realizada con capital subsidiado y un efecto de desplazamiento en la utilización de divisas. Apresurarse a vender activos mediante operaciones de conversión de la deuda antes que se den cambios importantes en el marco de la deuda es como regar el jardín antes que llueva, es vender un bien antes que suba el precio.

En síntesis, la conversión de la deuda externa es un instrumento de política económica que desde el punto de vista de la economía regional presenta potencialidades positivas y negativas. La variable principal que incide en el resultado neto de la CDE es la diferencia entre las modalidades con las que se aplica dicho instrumento. Por eso, es fundamental tener una política al respecto, especialmente en vista a la fuerte presión que desde el exterior y el interior recibe al respecto la autoridad económica. Las políticas elegidas para la aplicación de la

CDE, así como la actitud de los bancos, determinan si ella se trata de un juego de suma positiva o de suma cero.

Como es evidente, los resultados del prepago de la deuda mediante la conversión pueden ser muy diferentes según la combinación de instrumentos que se elija. Desde el punto de vista del país de que se trate no da lo mismo que la conversión, por ejemplo, disminuya inmediatamente el pago de los intereses y aporte capital fresco, que el producto de la conversión se aplique a fines directamente productivos y se oriente a la generación de exportables o que, por el contrario, sólo reduzca el principal de la deuda, no implique un aporte de capital fresco, su producto sea de libre disponibilidad incluso para fines especulativos y se concentre en la compra de activos existentes. Lamentablemente, la mayor parte de los actuales regímenes de conversión se parecen más al primero que al segundo estereotipo.

La selección de las modalidades debería basarse en la satisfacción de las prioridades económicas nacionales, las que no coinciden automáticamente con las de los grupos que impulsan la conversión. Existe un desencuentro, por ejemplo, entre los bancos que buscan principalmente reducir su exposición regional y los países que pretenden la reanudación del financiamiento externo positivo. 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 su correcta utilización requiere claridad de objetivos y también de sintonía fina en su aplicación.

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 en determinados sectores y no exclusivamente en reducir la deuda.

2. Alternativas de política

La aparición de diversas modalidades, así como la experiencia en la aplicación de otras, sugieren que con objetivos económicos claros puede aplicarse una política de conversión de la deuda que les sea funcional. La operatoria mecánica y discrecional para los bancos y los agentes privados, en cambio, es frecuentemente subóptima desde el punto de vista de la economía nacional. Resulta más eficiente fijar marcos y objetivos precisos, encuadrados en la coyuntura económica regional y las respectivas estrategias de ajuste positivo. Un objetivo principal en este sentido es la reducción de las transferencias financieras negativas al exterior.

a) Deuda externa

Llama la atención que los mismos bancos que transan pagarés a un precio con descuento y realizan negocios con ellos, no reconozcan éste con el valor de mercado de la deuda en su conjunto. Paradojalmente, los mismos bancos han señalado a los países de América Latina cual es el actual valor de mercado de su deuda: no el que aparece impreso en los pagarés, sino que aquel que equilibra la oferta y la demanda y que es bastante inferior al nominal. Sería necesario reconocerlo.^{1/} Los acreedores bancarios no deberían seguir negociando el pago total de los intereses debidos y efectuando renegociaciones con los gobiernos, mientras participan activamente en el mercado secundario de pagares con

^{1/} Eugenio Lahera, La capitalización de la deuda externa de América Latina: posibilidades y problemas, SELA, mayo 1987.

descuento.^{1/} Los organismos multilaterales y los gobiernos de los países centrales no debería seguir insistiendo en el pago del valor nominal de la deuda y al mismo tiempo alabando el mecanismo de conversión. La tasa de descuento, es decir, la rebaja que se hace en su precio oficial, representa el valor de mercado de la deuda externa regional, si bien 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 es más de un tercio menor que su valor oficial. El mercado ha valorado la deuda externa por debajo de valor nominal. Se requiere reconocer esta valoración en la conducta de acreedores y deudores. Los acreedores deberían aprovisionar la diferencia gradualmente: los organismos internacionales y los gobiernos de los países industrializados podrían proveer financiamiento barato para recompras de la deuda por los deudores. Un reciente estudio sobre los 13 mayores bancos de EE.UU. sobre el número de años de utilidades corrientes que se requerirían para compensar una condonación de la deuda con los niveles de descuento del mercado secundario, concluyó que la mayor parte de los bancos podrían recobrar su terreno perdido en un año o dos sin embargo, le tomaría más de diez años al Bank of America y casi cuatro años al Manufacturers Hanover.^{2/}

En este sentido es interesante señalar que a principios de junio el Presidente del Banco de México afirmó que su país buscará otra

^{1/} Richard Weinert, "Swapping Third World Debt", Foreign Policy No. 65, invierno 1986-1987, p. 93.

^{2/} Estimaciones de Ronald Mondle (de la firma Paine Webber), en Lenny Glynn, op. cit., p. 168.

negociación de su deuda externa, basada en su valor de mercado.^{1/} Fuera de la región, el Director Gerente del Comité Ejecutivo de Salomon Brothers ha señalado que "Las medidas de alivio de la deuda deben dirigirse a restaurar la capacidad de obtener crédito de los países deudores, reduciendo sus pagos de intereses a un nivel que tanto el deudor como los mercados consideren sostenible... Esto requerirá que los acreedores acepten pérdidas - como las que ya están explícitas en la evaluación del mercado de la deuda existente - y que el país deudor mantenga una serie de criterios de cumplimiento económico en el futuro".^{2/}

Por su parte el Secretario Ejecutivo de la CEPAL, señaló la necesidad de que los bancos reconozcan que el valor real de la deuda es inferior al nominal:

"(Se debería) disminuir el monto de la deuda mediante la recompra a un valor menor al nominal en el mercado secundario. Aunque, además, deberían ser los países deudores los que capten la diferencia, sólo así se podrán beneficiar... Es necesario que los bancos reconozcan que el valor real de la deuda es inferior al nominal, permitiendo que ella se transe en forma comercial. Y también condicionar el pago a la realidad de los países deudores, ya sea a través de pagar con un porcentaje de las exportaciones o con un porcentaje del producto".^{3/}

En este mismo sentido, el gobierno de Brasil acaba de proponer el canje de la mitad de los préstamos de mediano y largo plazo - por un

^{1/} Business Latin America, 8 de julio de 1987.

^{2/} Henry Kaufman, Conferencia BID-Euromoney sobre la deuda externa, Nueva York, 25-26 de junio de 1987. En Boletín Mensual del BID, agosto de 1987, p. 6.

^{3/} La Epoca, Santiago, 22 de agosto de 1987.

total de 68 mil millones de dólares - por bonos a 35 años que pagarían un interés fijo de 6% anual. De este modo se reflejaría la actual tasa de descuento de la deuda brasileña en el mercado secundario. Ella fue objetada por el Secretario del Tesoro de EE.UU. Es interesante, sin embargo, que la reacción de los bancos fue negativa, no por razones de estrategia general, sino por desacuerdo con los plazos y las tasas sugeridos por Brasil para los nuevos bonos.^{1/}

La principal justificación de la CDE es la reducción del pago de los intereses de la deuda. De allí que resulta más eficiente lograr este objetivo directamente, este es, aplicando la CDE a los intereses. La conversión de los intereses no limpia los activos de los bancos, pero tiene indudables ventajas por los países. En este sentido también, el capital correspondiente a la CDE no debería poder ser repatriado en un plazo menor al correspondiente a la deuda original.

En la práctica, hay en la región un racionamiento de pagos. Entre los acreedores, deberían recibir pago preferente - o exclusivo - aquellos que estén dispuestos a seguir prestando a los países de América Latina. Aquellos bancos que sólo deseen retirarse del mercado latinoamericano deberían estar preparados para asumir algún costo por lograrlo. El objetivo de la deuda externa pública no es extinguirla. Los bancos que no acepten participar en buenas condiciones adecuadas en la reestructuración de la deuda no deberían tener acceso a la CDE.

Los países deberían captar una mayor parte del diferencial de descuentos. Una posibilidad al respecto es que las operaciones de

^{1/} The Economist, 12 de septiembre de 1987, p. 84; y 19 de septiembre de 1987, pp. 80-81.

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

b) Inversión extranjera directa

Hay que sopesar cuidadosamente si conviene desatender la discusión sobre el papel de la inversión extranjera directa en la economía regional en aras de un mejoramiento marginal 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 de una liberalización y abaratamiento de esa inversión con otra rúbrica; 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 y que podría provocar problemas a mayor plazo en términos de inestabilidad de las reglas del juego. La política de IED, a su vez, es inseparable de una política industrial activa.

En la CDE 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 alejadas de la realidad económica. 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. Como señalara el Secretario Ejecutivo de la CEPAL "...Es deseable que la conversión de deuda se traduzca en inversión adicional y no en la compra de empresas

que ya existen. Y, además, que la inversión vaya a sectores prioritarios de las economías de los países deudores..."^{1/}

c) Repatriación de capital

En lo referido al capital a ser repatriado o blanqueado, se ha señalado que un volumen similar probablemente podría lograrse con una tasa de cambio preferencial, más un blanqueo de capitales aceptado directamente.^{2/} De este modo el capital podría canalizarse 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 sobre la política de los Estados Unidos en ese 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".^{3/}

^{1/} La Epoca, Santiago, 22 de agosto de 1987.

^{2/} Ricardo Ffrench-Davis, "Debt-equity conversion", The CTC Reporter, febrero 1987.

^{3/} Rudiger Dornbusch, The Debt ... op. cit.

