

MECANISMOS DE CONVERSION DE DEUDA EXTERNA: CRITERIOS DE ANALISIS

*David Shiguiyama
José Miguel Vásquez*

RESUMEN

A partir del estallido de la crisis de la deuda, surgen una serie de mecanismos que buscan utilizar los descuentos a los que se negocian los pagarés de deuda externa.

Desde el punto de vista del país deudor, la aplicación de estos mecanismos ofrece tanto ventajas como desventajas, que dependen en gran parte de las condiciones de la economía. Por tanto, es difícil decidir a priori si el balance global es positivo para la economía del país gestor.

Sin embargo, tales mecanismos pueden significar una importante oportunidad que los países deudores deben aprovechar a su favor. El presente artículo se centra en la evaluación de dos de los principales mecanismos de conversión de deuda externa: la conversión de deuda por inversión (CDI) y la conversión de deuda por bonos (CDB). Así, se busca presentar una serie de criterios de análisis que sirvan como marco de referencia para el diseño y evaluación de tales mecanismos.

ABSTRACT

Right from the beginning of the External Debt crisis, a group of schemes emerged seeking to use the discounts with which the external debt papers are negotiated.

From the debtor country standpoint, the application of these schemes offer both advantages and disadvantages, depending upon the country's economic conditions. Therefore, it is difficult to decide a priori whether the global balance is positive to the country's economy.

However, such schemes may mean an important opportunity that debtor countries must take advantage of. This article is centered in the evaluation of two of the main debt conversion schemes, i.e. debt-for-equity (CDI) and debt-for-bonds swaps (CDB). Some analysis criterion are presented as a reference framework for the design and evaluation of such schemes.

Introducción

Entre los puntos centrales de la nueva estrategia de la deuda externa del Tercer Mundo, expresada a través del llamado Plan Brady en marzo de 1989, se contempla la necesidad de reducir la deuda. Reducción que deberá contar con el apoyo y financiamiento del Banco Mundial y del FMI, siempre y cuando se realice dentro del contexto de reformas económicas internas en los países deudores. Dentro de esta estrategia, se mencionan especialmente los mecanismos de conversión de deuda por inversión (CDI) y de conversión de deuda por bonos (CDB).

La difusión de las operaciones de conversión de deuda se originó con el estallido de la crisis de la deuda, en 1982. En efecto, a partir de 1982 —cuando México anuncia su imposibilidad de pagar sus compromisos— se evidenció un sobreendeudamiento generalizado de los países deudores que creó un clima de incertidumbre en el sistema financiero internacional. Esta situación motivó el surgimiento de un mercado secundario de pagarés de deuda externa, los cuales han sido intercambiados con descuentos crecientes durante los últimos años. Estos descuentos son un reflejo de la percepción negativa que tienen los acreedores sobre la ca-

pacidad de pago de los países deudores y constituyen la fuerza motriz de las operaciones de conversión de deuda externa.

Los mecanismos de conversión de deuda buscan facilitar el servicio original de la deuda, lo que implica: (i) reducir el valor presente de los pagos, o (ii) cancelar la deuda en activos financieros o reales distintos a los originalmente pactados. De esta manera, a través de estos mecanismos, se puede aprovechar el descuento del mercado secundario, pagar la deuda en moneda local, condicionar el pago de la deuda a que tales fondos sean destinados a inversión dentro del país, o pagar la deuda en especies, entre otras opciones.

No obstante las ventajas que el país deudor puede obtener a través de los mecanismos de conversión (reducción de la deuda, atracción de inversión, etc.), tales esquemas también han recibido severas críticas debido a los efectos colaterales negativos que presentan, efectos que eventualmente pueden contrarrestar totalmente a los efectos positivos.

Por lo antes señalado, es difícil —sino imposible— sostener que los mecanismos de conversión de deuda externa son malos o buenos per se. Antes que la panacea para el problema de la deuda externa, debe tomarse a los mecanismos de conversión como instrumentos bastante versátiles, que pueden ser utilizados de distintas formas y para diversos propósitos. Entonces, la discusión en torno a estos esquemas debería centrarse en la forma como utilizarlos en beneficio de nuestras economías.

Considerando las experiencias de conversión en América Latina, así como las ventajas y desventajas de los mecanismos, en este artículo se plantea un marco de referencia que pretende servir como base para el diseño y evaluación de estrategias de conversión de deuda. El análisis se centra en los dos mecanismos que, a nuestro juicio, son los más importantes: la conversión de deuda por inversión (CDI) y la conversión de deuda por bonos (CDB). Las operaciones de CDI ofrecen la oportunidad de atraer nuevos capitales productivos para destinarlos a sectores prioritarios. Por su parte, los programas de CDB apun-

tan, esencialmente, hacia la reducción del servicio de la deuda, reconociendo la limitada capacidad de pago del país.

1. Consideraciones previas

1.1 Condiciones de la economía nacional

Antes de aplicar un mecanismo de conversión de deuda, se debe tener en cuenta las condiciones de la economía. De esta manera, dependiendo de las condiciones iniciales del país, algunos resultados de la conversión de deuda tendrán mayores efectos ya sea positivos o negativos¹.

A. Clima de inversión

Si se desea promover la inversión extranjera directa (IED), lo más relevante es analizar la existencia de un reglamento de inversión extranjera claro y estable, i.e. el clima de inversión depende en gran medida del grado de estabilidad de la economía. En efecto, mecanismos como la CDI significan un incentivo adicional a la inversión; pero si el clima general de inversión es adverso, o si no existen proyectos productivos suficientemente rentables, tales incentivos de poco o nada sirven.

Por otro lado, las perspectivas de que se mantengan los problemas de endeudamiento de un país, minan la confianza en dicha economía. Asumiendo que la deuda será servida, puede pensarse en futuras medidas de austeridad fiscal (p.e. impuestos más altos). Así, los potenciales inversionistas estarán poco deseosos de colocar sus fondos en países deudores —al menos mientras se espere que los impuestos se eleven— especialmente cuando la incertidumbre acerca de las futuras finanzas públicas es tan grande (Sachs, 1989b, pp. 11-12).

B. Ahorro interno y mercados financieros

En la mayoría de países latinoamericanos, el nivel de ahorro interno es insuficiente para autofinanciar la inversión.

De esta manera, se hace imprescindible —al menos en el corto plazo— complementar dicho ahorro con ahorro externo.

Ligado con lo anterior, debe tenerse en cuenta el grado de desarrollo de los mercados financieros internos. Un mercado secundario interno desarrollado, permitirá el financiamiento de la conversión de deuda pública vía bonos internos, sin generar mayores presiones inflacionarias. Al contrario, con un mercado poco desarrollado, será más probable tener que recurrir al financiamiento del Banco Central (crédito interno), con lo cual las presiones inflacionarias serían mayores.

C. Presencia de distorsiones

Los programas de conversión de deuda —sobre todo la CDI—, pueden generar distorsiones dentro de la economía (recuérdese que el inversionista obtiene un subsidio que equivale a un tipo de cambio preferencial). Por otro lado, en una economía altamente inflacionaria, los programas de conversión deben considerar, de manera especial, sus posibles efectos sobre el nivel de precios.

D. Restricción presupuestaria del gobierno

En algunos países, la mayor restricción puede no estar en el lado externo (carencia de divisas), sino en el lado interno (restricción presupuestaria del gobierno); en este caso, la presencia de grandes déficits fiscales dificulta la conversión, puesto que el gobierno no contará con recursos propios para financiar tal operación.

Adicionalmente, en la medida en que la tasa de interés interna sea mayor a la externa, la conversión de deuda que signifique emitir pagarés internos puede resultar —dependiendo de la magnitud del descuento— en un pago mayor por parte del gobierno deudor, acentuando de esta manera el déficit fiscal.

1.2 Posiciones frente a la deuda

La posición de los agentes involucrados es sumamente importante, sobre

todo si se considera que cada operación es resultado de un proceso de negociación.

A. Posición del gobierno deudor

Es prácticamente imposible que la deuda latinoamericana sea servida bajo las condiciones vigentes; existe, pues, un amplio reconocimiento de que su valor real es inferior al nominal. Ante este hecho, los países deudores tienen dos posibilidades:

i) Servir la deuda en función de la capacidad de pago, dependiendo de los recursos con que cuente y de las necesidades internas para garantizar un crecimiento sostenido. Un ejemplo de ello es la posición del gobierno peruano que en julio de 1985 anunció que sólo pagaría el equivalente al 10 o/o del valor de sus exportaciones.

ii) Pagar selectivamente en función del tipo de acreedor². Un criterio sería el del flujo neto positivo de divisas; sin embargo, éste es de corto plazo ya que los préstamos deben ser devueltos brindando un interés, lo que implica un flujo neto negativo con cada acreedor. Un criterio más realista, aunque menos práctico, sería el dar preferencia a los acreedores de los que se esperan futuros préstamos en forma sostenida.

El grado en que estas políticas se utilicen depende de la importancia que den las autoridades a la capacidad crediticia ("credit-worthiness"). Si el objetivo fundamental es volver al mercado de préstamos voluntarios, el pago de la deuda debería ser efectuado en forma más generalizada³; pero, si no se espera contar con futuros créditos externos, entonces habría que ser bastante selectivos en las operaciones.

Por otro lado, como bien señala Devlin (1989b, p. 50), no debe perderse de vista que cualquier política de moratoria requiere enmarcarse dentro un programa económico coherente dirigido a corregir los desequilibrios tanto internos como externos. Asimismo, agrega, los límites de pago deben efectuarse dentro de un clima conciliatorio, manteniendo canales

de comunicación permanentes con el fin de proponer a los acreedores soluciones constructivas acordes con un programa económico orientado al crecimiento de los países deudores.

B. Posición de los acreedores

Por un lado, los bancos comerciales ya no esperan recuperar el total de sus deudas, lo cual facilita las operaciones de conversión y, del mismo modo, permite al país deudor absorber parte de los descuentos del mercado secundario. En general, estos bancos se retiraron del mercado de préstamos voluntarios hacia Latinoamérica como consecuencia del alto riesgo de los préstamos a la región⁴. Esto, a su vez, ha desincentivado a los países deudores a cumplir con sus deudas y los ha llevado a ser más selectivos en sus pagos. Dentro de los bancos comerciales, sin embargo, puede diferenciarse entre aquellos que tienen interés en seguir trabajando en América Latina y los que no.

Entre los primeros se encuentran los bancos grandes ya sea porque (i) poseen filiales en la región, o (ii) sus altos niveles de exposición no les permiten aún retirarse de este mercado. Por ello, estos bancos se muestran más llanos a convertir la deuda a la vez que ofrecen nuevos desembolsos de dinero'. Entre los segundos, en cambio, tenemos a los bancos pequeños —con un bajo nivel de exposición—, y a algunos bancos europeos —con grandes niveles de provisiones— que están más dispuestos a simplemente vender sus deudas en el mercado secundario.

Por su parte, las instituciones oficiales, se perfilan como quienes proveerán la mayor parte de los créditos a América Latina, en los próximos años. Por lo tanto, es de suponer que ellas tendrán prioridad en el servicio de la deuda.

1.3 Perspectivas de las relaciones internacionales

Por un lado, lo más probable es que el flujo de préstamos privados voluntarios —de mediano y largo plazo— hacia la región no se reanude en cantidades sig-

nificativas, al menos en el futuro próximo, no obstante los esfuerzos hechos por conseguir lo contrario por países como Chile y México. Sin embargo, es de esperar que los créditos bancarios de corto plazo para comercio exterior se mantengan pues son de beneficio mutuo⁶. Asimismo, se vislumbra que los fondos oficiales de ayuda al desarrollo estarán disponibles, sobre todo para aquellos países que implementen las reformas internas requeridas.

Por otro lado se espera que, en los siguientes años, la Unión Soviética, China y sobre todo Europa del Este sean grandes demandantes de capitales foráneos. Si a esto se agrega la competencia por dichos capitales por parte de los NICs (países recientemente industrializados) asiáticos (Corea del Sur, Taiwán, Hong Kong y Singapur) y de los nuevos NICs (Malasia, Indonesia, Filipinas y Tailandia); entonces, para atraer nuevos capitales, los países latinoamericanos deberán presentar condiciones idóneas para la inversión, así como ciertos incentivos adicionales que pueden lograrse con un esquema de CDI.

1.4 Objetivos de política económica

Cuando existe una jerarquía clara de los objetivos, la discusión de los efectos del programa será más sencilla pues se tomará en cuenta que el logro de los objetivos prioritarios podría, eventualmente, ocasionar efectos contrarios sobre los no prioritarios. A manera de ejemplo, se indican algunos objetivos que pueden ser logrados a través de esquemas de conversión:

- Reducción del nivel de endeudamiento.
- Atracción de inversión extranjera y absorción de tecnología.
- Repatriación de capitales fugados.
- Promoción de exportaciones.
- Logro de un flujo neto positivo de divisas.
- Descentralización de la actividad económica.
- Privatización de empresas públicas.
- Cuidado de los recursos naturales.

Finalmente, dadas las tendencias presentadas, resulta prioritario repensar el esquema de desarrollo de nuestros países. Necesariamente tendremos que basarnos más en los recursos internos, i.e. fomento del ahorro doméstico. Además, es cada vez mayor el consenso sobre la importancia de la promoción de exportaciones. En ambos casos se requieren reformas internas, las cuales pueden ser en parte financiadas a través de los mecanismos de conversión. La idea es utilizarlos de la mejor manera posible, de modo que ayuden a los países deudores a aplicar las reformas estructurales requeridas.

2. Criterios de análisis en la CDI

2.1 Alternativas de conversión de deuda externa

Un primer criterio en la evaluación de un programa de CDI es la existencia de otras formas de absorber el descuento del mercado secundario en beneficio del país; esto es, el costo de oportunidad de los recursos usados en la redención de la deuda. Por ejemplo, si el gobierno puede adquirir directamente sus obligaciones en el mercado secundario, beneficiándose íntegramente del descuento, no tendría sentido establecer la CDI con el objeto de reducir el monto de la deuda externa.

El objetivo del gobierno deudor debe ser un factor determinante en la selección del esquema de conversión. En caso de que el gobierno se haya propuesto reducir su deuda, Guzmán y Merino (1988, p. 88) opinan que lo más apropiado sería adquirir la deuda con descuento y luego decidir si el ahorro obtenido será empleado para subsidiar la inversión extranjera o para cualquier otro fin. Por otra parte, si lo fundamental es atraer inversión extranjera, Ffrench-Davis (1988, p. 20) sostiene que sería preferible otorgar un tipo de cambio preferencial más un blanqueo de capitales "fugados", sin el uso de pagarés de deuda.

En todo caso, deberá tomarse en cuenta qué tan significativo y relevante es su costo de oportunidad. Por otro

lado, el grado con que se logre absorber el descuento del mercado secundario es primordial cuando se busca reducir el nivel de endeudamiento. Por último, es posible compatibilizar diversos objetivos mediante la combinación de operaciones de conversión de distinta índole .

2.2 Adicionalidad

En general, el criterio de adicionalidad nos permite examinar si, efectivamente, la aplicación del programa de CDI logra atraer una mayor inversión en el país promotor.

Bergsman y Edisis (1988, p. 7) sostienen que el concepto de adicionalidad depende de la amplitud del rango de posibilidades que se considere. A nivel macroeconómico, los efectos adversos de la CDI sobre la inflación o la tasa de interés pueden disminuir el nivel de inversión doméstica. Entonces, la inversión total en la economía no aumentaría en la misma magnitud que la inversión atraída por el programa. Por otro lado, a nivel microeconómico existe adicionalidad si el inversionista no hubiera invertido en el país de no existir el programa de CDI. Por último, también existen niveles de adicionalidad parcial, si el acceso a la CDI incentiva al inversionista a adelantar su proyecto o a invertir un monto mayor al originalmente planeado.

Sin embargo, tal como señala Bird (1988, p. 306), es sumamente difícil comprobar el nivel de adicionalidad. Para ello, sería necesario comparar el nivel de inversión alcanzado durante la vigencia del programa con aquel que se hubiera observado en su ausencia. Esto presenta dos problemas: la medición correcta de la inversión extranjera realizada y la estimación de los niveles que se hubieran dado de otro modo. A manera de ejemplo, en 1988 en Brasil —cuando se estableció el último programa de CDI— se observó un nivel de IED cuatro veces superior a la media del período 1980-87, lo cual lleva a suponer un alto grado de adicionalidad; no obstante, se produjo simultáneamente una disminución de la inversión extranjera tradicional, lo que evidencia su traslado hacia el progra-

nía de CDI. En resumen, si bien pueden observarse tendencias en la adicionalidad, es difícil llegar a estimaciones precisas.

Por otro lado, es casi imposible lograr adicionalidad en todos los casos, puesto que los inversionistas tradicionales también se verán atraídos por el programa de CDI. Asimismo, Dornbusch (1988, p. 77) plantea que "es más probable que los intermediarios financieros (tenedores de pagarés de deuda) busquen compañías, nacionales o extranjeras, que ya tengan planes de inversión en el país".

Existe cierto tipo de inversiones con altas probabilidades de ser adicionales. Por un lado, los proyectos de exportación de manufacturas, dada la gran importancia de reducir costos para obtener una alta competitividad en el mercado internacional. Por otra parte, las inversiones de bancos comerciales, los cuales -al convertir su deuda de difícil recuperación- invierten en actividades no financieras que de otra manera no harían⁸.

Guzmán y Merino (1988, p. 87) sostienen que los factores que determinan el grado de adicionalidad son: (i) la rentabilidad relativa del programa; (ii) las perspectivas económicas del país; y, (iii) la reglamentación de las operaciones. Por su parte, Bergsman y Edisis (1988, p. 25) afirman que la adicionalidad puede manejarse mediante: (iv) la selección administrativa de los proyectos y (v) la continuidad del programa.

En ausencia de adicionalidad, el único beneficio marginal de la CDI es la absorción de parte del descuento del mercado secundario mediante el uso de moneda local; en tanto que el costo principal está dado por las divisas que dejan de ingresar al país. Debe precisarse que en estos casos la operación no tiene efectos marginales inflacionarios directos, puesto que, de no haber existido la CDI, igual hubiese tenido que financiarse la inversión extranjera que —de todas maneras— iba a venir.

2.3 Balanza de pagos

Las operaciones de CDI ejercen una serie de efectos, tanto directos como indi-

rectos. sobre los distintos componentes de la balanza de pagos, tal como se analiza a continuación.

A. Deuda externa

Uno de los principales atractivos de estos esquemas es la cancelación de parte de la deuda externa. Es decir, se reduce el nivel de endeudamiento y, por ende, los futuros servicios; de esta forma, las divisas así liberadas podrán ser destinadas a otros fines más acordes con las necesidades del país.

No obstante, es difícil suponer que la reducción de deuda sea el objetivo principal de un programa de CDI, por cuanto el monto de estas operaciones es marginal en relación a los saldos totales de deuda externa de los países afectados⁹. Más aún, si se desease reducir significativamente la deuda externa latinoamericana vía CDI, digamos en un 20 o/o, esto implicaría —asumiendo un 50 o/o de descuento y adicionalidad plena— lograr un flujo anual de IED equivalente al doble del promedio del período 1982-87, durante los próximos diez años¹⁰.

Otro argumento a favor es la mejora de la capacidad crediticia del país y el aumento de sus posibilidades para lograr futuros préstamos voluntarios. Lo anterior es en cierta medida correcto ya que, al reducir su nivel de endeudamiento, el país adquiere mayor solvencia a la vez que mejoran los principales indicadores de su deuda. Asimismo, los esfuerzos desplegados con el fin de cumplir con sus obligaciones deberían ser bien recibidos por la comunidad financiera. Sin embargo, podría argüirse que los efectos negativos del programa (p.e. inflación y distorsiones en la economía) o el aprovechamiento de los descuentos del mercado secundario (lo que significa la evasión parcial de los acuerdos de endeudamiento), pueden disminuir el crédito del país receptor. De allí que no pueda definirse con claridad cuál será el efecto neto de un programa de CDI sobre los futuros préstamos de un país (Bird, 1988, pp. 300-301).

13 Inversión extranjera directa (IED)

La atracción del capital extranjero vía inversión parece ser el principal objetivo de los programas de capitalización de deuda. Gracias a estos mecanismos, el país puede beneficiarse de nuevos aportes de tecnología y eventuales ingresos de divisas¹¹. Asimismo, la IED suele crear un mayor nivel de competitividad en la actividad económica y, por lo tanto, una mayor eficiencia.

Por otro lado, no hay consenso sobre si los efectos en la balanza de pagos en el mediano o largo plazo son positivos o negativos. Esto obedece a que la remesa de utilidades y la repatriación del capital hacia la matriz actúan como contrapartida al ahorro de divisas que el país puede haber logrado gracias a la reducción del servicio de su deuda.

Al respecto, algunos autores (Guzmán y Merino, 1988, p. 100; Pires de Souza, 1988, p. 14) sostienen que, generalmente, las remesas de utilidades están acordes con la capacidad de pago del país, a diferencia de los pagos de intereses que suelen ser rígidos o exógenos a la actividad económica doméstica. En tanto otros (Dornbusch, 1988, p. 77; Ffrench-Davis, 1988, p. 22) argumentan que los inversionistas extranjeros cuentan con mayor flexibilidad que los acreedores internacionales para retirar sus utilidades o, lo que es lo mismo, que el país tiene un mayor control sobre el servicio de su deuda externa. En todo caso, los programas de conversión generalmente disponen ciertos plazos o montos límites para la remesa de utilidades y del capital.

C. Repatriación de capitales fugados

Otro de los graves problemas de América Latina es la fuga de capitales¹². Al igual que la IED, estos capitales pueden atraerse vía los esquemas de conversión de deuda: pero, a diferencia de aquélla, dicha repatriación de capitales no supone la remesa de utilidades al exterior, por tratarse de capitales nacionales. Sin embargo, dado que la CDI implica un tipo de cambio

preferencial a la inversión inicial, además de facilitar el "blanqueo" de capitales, es inevitable que los actuales inversionistas nacionales vayan a interpretarlo como una suerte de "premio a los desleales" (*The Economist*, 1989a, p. 18).

Por otra parte, entre los factores que afectan la inversión extranjera (para todo fin práctico, la repatriación de capitales fugados lo es) se pueden citar: (i) la tasa de interés doméstica; (ii) el tipo de cambio efectivo; (iii) el tipo de cambio esperado; (iv) la inflación esperada; y, (v) en general, el clima de inversión. Todos estos factores son esenciales en la toma de decisiones de los inversionistas e influirán en la adicionalidad del programa de CDI.

D. Exportaciones

Debido a la importancia que los exportadores le atribuyen a la reducción de costos, en este sector hay más posibilidades de lograr mayores niveles de adicionalidad al lograr una reducción de los fondos de la inversión inicial. Otro argumento en favor de las exportaciones es que al tratarse de una rama productiva que no se ve afectada significativamente por las depresiones del mercado interno, permite atenuar los ciclos económicos.

E. Tipo de cambio

El tipo de cambio juega un rol muy importante en el manejo de la política externa. Específicamente un tipo de cambio alto permite incentivar la IED o la repatriación de capitales, al abaratar la adquisición de moneda local para la inversión inicial. (Como se ha visto, el subsidio recibido por el inversionista en un programa de CDI, es equivalente a un tipo de cambio preferencial.)

Por otra parte, un tipo de cambio preferencial puede no surtir efecto si no forma parte de un programa global que busque mejorar las condiciones de la economía; esto es, la mayor rentabilidad proporcionada por tal incentivo puede ser contrarrestada si existe un clima general poco propicio para la inversión.

Como consecuencia de la tasa de cambio preferencial otorgada a través de la CDI, puede generarse un arbitraje perjudicial cuando los fondos no son controlados efectivamente y se dirigen a la compra de dólares en el mercado paralelo. Este arbitraje o "round-tripping" provoca un drenaje de divisas, a la vez que presiona hacia arriba el tipo de cambio paralelo.

2.4 Déficit fiscal y oferta monetaria

Uno de los aspectos más cuestionados de los mecanismos de conversión es su efecto negativo sobre la oferta monetaria y sobre el nivel de precios de la economía. Esto cobra especial sentido en las economías latinoamericanas, pues, como señalan Guzmán y Merino (1988, p. 95), "(...) las políticas monetaria y fiscal guardan vínculos muy estrechos en los países en desarrollo. Lo anterior obedece al bajo grado de desarrollo de sus mercados financieros y a las deficiencias de sus sistemas tributarios, que en muchas ocasiones fuerzan un financiamiento elevado del gasto público a través del Banco Central". Así, para la discusión de este punto valen algunas precisiones.

En primer lugar, un proceso de capitalización de deuda externa propiamente dicha, implica únicamente una transferencia de cuentas —del pasivo al capital— en el balance de la empresa deudora. Así, estas operaciones de conversión no implican un movimiento de fondos en moneda local. Del mismo modo, la privatización de empresas públicas tiene efectos similares sobre la oferta monetaria que una operación de capitalización¹³.

En segundo término, la deuda convertida **puede** ser privada o pública. En el primer caso, los fondos desembolsados por el deudor no afectarán la oferta de dinero en la economía. En el segundo caso, debe considerarse cómo el gobierno financia la redención de los pagarés de deuda. En caso de no disponer de fondos suficientes (que es lo más probable), el gobierno tiene dos mecanismos de financiamiento interno importantes: **vía** crédito del Banco **Central** o a través **de** la emisión de bonos.

A. Financiación del BCR

Si el gobierno financia la redención de los pagarés de deuda mediante crédito del Banco Central, el efecto inmediato sería un incremento de la base monetaria. Dependiendo de las condiciones de la economía¹⁴ y de producirse un exceso de oferta monetaria, esta situación podría producir tres efectos: (i) pérdida de reservas internacionales, (ii) crecimiento de la producción, o (iii) un incremento del nivel de precios. Dadas las condiciones actuales de muchas economías latinoamericanas, el tercer componente es, en general, el de mayor incidencia.

Para evitar presiones inflacionarias, en la mayoría de los programas de conversión (Chile en el capítulo XVIII, Brasil, Argentina, México y Perú) se fija un monto máximo de conversión anual, dependiendo del nivel que las autoridades consideran manejable. Otra forma de atenuar la emisión de dinero —en relación a la deuda convertida— es a través de mecanismos de subasta. Estos permiten extraer parte de la renta (subsidio) del inversionista, gracias a la competencia generada para acceder al programa; el gobierno logra así una apropiación parcial del excedente de los inversionistas y un mayor aprovechamiento del descuento del mercado secundario (Bird, 1988, p. 297).

Finalmente, el impacto de las operaciones de CDI sobre la oferta monetaria y el nivel de precios dependerán, en gran parte, de la proporción de los montos convertidos en relación a la masa monetaria. Lo evidente es que la razón deuda externa con la banca comercial/oferta monetaria es alta y oscila entre el 20 o/o y 60 o/o en los cuatro principales países que han convertido su deuda externa en América Latina¹⁵, por lo que una eventual conversión de toda la deuda bancaria implicaría grandes presiones inflacionarias.

B. Financiación con bonos

Otra manera de financiar la conversión de deuda es a través de la emisión de obligaciones negociables en el mercado secundario interno. De esta manera se evita

la emisión primaria o, en todo caso, se posterga hasta el momento en que tales obligaciones deban ser redimidas¹⁶. Sin embargo, para que esto sea posible, se requiere que el mercado financiero interno esté lo suficientemente desarrollado para absorber la emisión de títulos.

Esta forma de financiamiento es conveniente cuando la tasa de interés interna en dólares es inferior a la tasa de interés de los préstamos externos, de lo contrario aumentará la carga de la deuda sobre el déficit fiscal; dado que esta operación equivale a un intercambio de deuda externa por deuda interna. De otro lado, la consecuencia de una fuerte emisión de bonos puede ser un aumento en la tasa de interés doméstica que, a su vez, puede incrementar el peso de la deuda interna del gobierno y afectar el déficit fiscal.

2.5 Producción

Por ser mecanismos que afectan la inversión, las operaciones de CDI tienen incidencia —directa o indirecta— sobre el crecimiento económico. Sin embargo, también es posible que creen distorsiones y otros efectos adversos sobre la actividad económica.

La distorsión en la asignación de los recursos puede producirse de dos maneras: (i) el subsidio otorgado facilita una mayor rentabilidad al inversionista que podría competir por recursos domésticos escasos (trabajadores calificados, agua, transporte, electricidad) con empresas más productivas; y, (ii) los fondos desembolsados serían asociados al pago de deuda externa pudiendo haber alternativas de mayor prioridad para la economía nacional.

Por otra parte, también se señala como efecto adverso la posibilidad de que se produzcan retrasos en la inversión. Esto obedecería a la espera, por parte de los inversionistas, del acceso a las cuotas del programa de CDI (Guzmán y Merino, 1988, p. 98). A ello podría argüirse que el riesgo y los costos administrativos que implica la postergación de un proyecto de inversión aumentan con el tiempo, con lo cual se reduce la posibilidad de que ello ocurra.

Finalmente, debe diferenciarse el impacto sobre la producción de una operación destinada a incrementar la capacidad productiva, de otra que sólo consista en la compra de acciones.

En el primer caso, a través de los mecanismos de CDI se promueve la creación de nueva capacidad productiva, con los consiguientes efectos en el incremento del empleo y del ingreso. En el segundo caso, se debería impulsar la producción en el mediano o largo plazo, dado que usualmente se incorpora conocimiento técnico y gerencial ("know-how"). Por otra parte, con el nuevo accionista, la empresa estaría mejorando su posición para solventar futuras inversiones, además del posible acceso a nuevos mercados externos (Bergsman y Edisis, 1988, p. 13).

3. Conversión de la deuda por bonos (CDB)

A diferencia de la CDI, el principal objetivo de la CDB es reducir el servicio de la deuda, sin consideraciones adicionales sobre los niveles de producción. Otra diferencia importante es que los montos de conversión son generalmente mayores, además de que abarcaría incluso a los acreedores oficiales. Por lo tanto, un esquema de CDB puede significar, en términos de reducción del servicio de la deuda, una contribución mucho más significativa.

La conversión de deuda por bonos puede tomar diversas modalidades; pero, en general, se trata del canje de obligaciones existentes por nuevas obligaciones con un menor valor presente, a cambio de un menor riesgo de incumplimiento.

Para lograr que los bonos sean atractivos para los acreedores, deben cumplir con uno o más de los siguientes requisitos:

i) Tener prioridad en su servicio, para lo cual se requiere la renuncia a las cláusulas de prorrata ("pari-passu" y "sharing provisión") por parte de los bancos acreedores.

ii) Relacionado con lo anterior, se requiere regulaciones bancarias y tributarias flexibles en los países acreedores, de tal manera que los bancos se vean libres de

participar. Por ejemplo, evitar tener que registrar en libros a valor de mercado la totalidad de la cartera de préstamos o poder amortizar la pérdida contable durante varios ejercicios, en caso de participar en un esquema de CDB.

iii) Garantizar el pago del principal o de los intereses, a través de títulos de reconocida solvencia que sirvan como colateral, tales como bonos de países industrializados o de organismos multilaterales emitidos con dicho fin.

iv) Ligar la rentabilidad de los bonos con el desempeño de algunos indicadores económicos del país; por ejemplo, incrementar el pago si los términos de intercambio presentan una evolución favorable, tal como el acuerdo reciente de México con sus bancos acreedores que considera un eventual incremento en los pagos en función del precio del petróleo.

v) Reducir al máximo las posibilidades de no participación de ciertas instituciones que aprovechen futuros aumentos en las cotizaciones de la deuda como resultado del programa de conversión ("free-riding"). Esto se puede lograr, por ejemplo, colocando a las instituciones no participantes en el último lugar de preferencia de pagos por parte del país deudor.

vi) Ofrecer un sistema de beneficios adicionales a los poseedores de los nuevos bonos. Puede pensarse en un esquema de redención acelerada (Garrido-Lecca, 1987) o en la posibilidad de utilizar estos bonos de manera más favorable en esquemas de CDI. En el caso boliviano, por ejemplo, los bonos que se utilicen para CDI tienen un premio de 50 o/o sobre su valor nominal.

vii) Eximir a los bancos participantes del desembolso de nuevos préstamos no voluntarios, como en el caso de los bonos de salida.

Por otro lado, el deudor debe adecuar los bonos a las necesidades de los acreedores o a los diversos marcos regulatorios; así, puede "crearles valor" sin mayores costos adicionales. Por ejemplo, a los bancos con dificultades de capital les puede convenir que los tratos figuren como negociaciones sobre la misma deuda, para evitar el castigo de dicha obligación y la

correspondiente pérdida en capital; en cambio, otros preferirán que figure como un intercambio para así registrar una pérdida que reduzca el pago de impuestos (Lamdany, 1988, p. 26).

3.1 Esquemas alternativos

En primer lugar debe analizarse la existencia de esquemas alternativos mediante los cuales el país pueda aprovechar, en mayor medida, el descuento de su deuda en el mercado secundario. Un ejemplo de esto es la compra directa, tal como el caso boliviano. En caso contrario, el país podría maximizar el acceso al descuento de su deuda vía un esquema de CDB.

3.2 Adicionalidad

Algunos de los esquemas de CDB exigen que el país deudor adquiera, como colateral de las nuevas obligaciones, otros títulos que sirvan de garantía. En este sentido, el país deudor puede requerir el uso de sus reservas o de fondos de terceros —sobre todo países industrializados u organismos multilaterales—, para adquirir tales colaterales.

Se debe analizar, entonces, si los fondos disponibles para servir como garantía son adicionales o no; esto es, si tales recursos provienen de préstamos o donaciones hechas específicamente. Así, en caso de que los fondos sean propios o no adicionales, el costo de oportunidad de usarlos con este propósito es muy alto, puesto que podrían ser dirigidos a proyectos de mayor prioridad que el servicio de la deuda externa.

3.3 Deuda externa

De realizarse una operación exitosa de CDB, el país verá reducir el servicio de su deuda externa, sin la contrapartida de futuras remesas de utilidades como es el caso de la CDI. Por otro lado, tal como se discutió anteriormente, la capacidad crediticia del país puede incrementarse al mejorar los indicadores de deuda externa, lo que incluso puede incentivar a la

IED. Además, el logro de un acuerdo de largo plazo respecto al servicio de una parte significativa de la deuda, ayudaría a eliminar la incertidumbre causada por las continuas renegociaciones; lo cual incidiría en un clima más estable de inversión.

3.4 Déficit fiscal

Si las nuevas obligaciones son denominadas en moneda nacional, se trataría de un "trade-off" entre deuda externa y deuda interna. En este caso, si bien se rompe con la posible restricción externa, >e puede llegar a una seria restricción fiscal si las tasas de interés domésticas aplicables a las nuevas obligaciones son mayores a las de la deuda original, considerando el descuento al cual se intercambian estos •alores. En ese sentido, el servicio de la nueva deuda será menor al de la deuda original si:

$$t_{ii} * (1-d) / t_{ie} < 1$$

Donde:

- t_{ii} = tasa de interés interna,
- t_{ie} = tasa de interés externa, y
- d = descuento sobre el valor nominal de la deuda.

3.5 Oferta monetaria

No habría emisión ni necesidad de nanciamiento dado que se trata de un mple canje de obligaciones. En el caso de ue las obligaciones sean denominadas en oneda nacional, éstas podrían ser nego- ables en el mercado secundario interno,

lo cual puede provocar aumentos sobre la tasa de interés, dependiendo de las magnitudes convertidas.

Conclusiones

Como se puede haber apreciado a lo largo de este artículo, los mecanismos de conversión de deuda —en particular la CDI y la CDB- pueden crear una diversidad de efectos en la economía del país receptor. Sin embargo, la magnitud de tales efectos dependerá, en gran parte, del programa que sea puesto en marcha y de las condiciones de la economía donde opere dicho mecanismo.

Los mecanismos de conversión' constituyen una oportunidad que debe aprovecharse en beneficio del país, beneficio que no tiene que estar ligado, necesariamente, a la reducción de la deuda externa, sino a diversos objetivos que van desde la promoción de la inversión extranjera hasta el estímulo de proyectos destinados al cuidado de la naturaleza o del medio ambiente. Por último, no debe perderse de vista que para que tengan éxito, estos programas deben aplicarse en el marco de un programa amplio de reformas económicas que busquen mejorar el clima de inversión y la capacidad crediticia de los países deudores.

Por último, como una forma de resumir las ideas expuestas y el marco de referencia propuesto, se ha elaborado el Cuadro No. 1. Adicionalmente, dentro de dicho cuadro se proponen algunos indicadores que podrían ser útiles para cuantificar algunas de estas ideas.

NOTAS

- (1) En el cuadro resumen se sugieren algunos indicadores de los puntos propuestos.
- (2) En este sentido, se le dará prioridad a los acreedores "estratégicos" para el país. Dicho calificativo puede responder a criterios muy diversos, p.ej., económicos, políticos o diplomáticos.
- (3) Por ejemplo, el programa de Chile ha sido diseñado con el objeto fundamental de reducir su deuda para así aumentar sus posibilidades de acceso al mercado voluntario de créditos. De allí que éste sea un programa que tiene pocas restricciones y una amplia gama de operaciones permitidas a los inversionistas.
- (4) Este riesgo se ve reflejado en el llamado "efecto contaminación", esto es, pese a que un país cumpla con sus obligaciones, se ve afectado por las condiciones de sus vecinos. Un ejemplo es el caso de Colombia, país que ha servido puntualmente sus obligaciones, pero cuyos pagarés en el mercado secundario están valorados muy por debajo de su valor nominal. Dornbusch (1988), p. 66. En octubre de 1989, la deuda colombiana se cotizaba al 66 o/o, según datos del Shearson Lehman.
- (5) En setiembre de 1988, Brasil convirtió US\$ 1,000 millones de su deuda por bonos de salida con los bancos comerciales y recibió dinero fresco por US\$ 5,200 millones. Según William Rhodes, presidente del comité de reestructuración del Citibank, esto demuestra que no necesariamente existe incompatibilidad entre reducir deuda y otorgar nuevos préstamos; al menos, cuando se concilian los intereses de acreedores y deudores. Véase Rhodes (1988).
- (6) El riesgo de incumplimiento de estos créditos es menor por ser indispensables para las operaciones comerciales con el exterior.
- (7) Tal es el caso de la conversión de deuda por bonos (que busca, principalmente, reducir la deuda) canjeables por moneda doméstica que será destinada a proyectos de inversión. Este esquema fue implementado en Bolivia y Brasil, para mayores detalles puede consultarse Pires de Souza (1988) y Lamdany (1988).
- (8) Al respecto, Bergsman y Edisis realizaron un estudio basado en 125 encuestas que cubrieron 104 operaciones de CDI. Los resultados mostraron que 30 transacciones fueron efectuadas por bancos y que todas fueron adicionales. El resto de las conversiones fueron llevadas a cabo por compañías transnacionales, de las cuales aquellas que invirtieron en el sector exportador fueron adicionales en el 54 o/o de los casos, sobre todo en los proyectos manufactureros. Véase Bergsman y Edisis, Op. cit., pp. 7, 8 y 11.
- (9) Como referencia, nótese que entre 1984 y junio de 1988, los montos convertidos en Latinoamérica, alcanzaron los US\$ 16,324 millones (Banco Mundial, 1989), esto es, tan sólo el 4.1 o/o del stock de la deuda total a diciembre de 1988 (US\$ 401,360 millones; CEPAL, 1988b). Sin embargo, el caso chileno constituye una excepción ya que, durante los últimos cuatro años, ha logrado disminuir su deuda en US\$ 4,286 millones a través de su programa de conversión, lo que equivale a un 22.4 o/o de su deuda total de US\$ 19,100 millones (CEPAL Op. cit).
- (10) En efecto, entre 1982 y 1987, el flujo promedio anual de inversión extranjera neta hacia la región fue US\$ 4,054 millones (BID, 1989); mientras el stock de deuda latinoamericana ascendía a US\$ 401,000 millones en diciembre de 1988 (CEPAL, Op. cit).
- (11) Por ejemplo, el programa argentino exige al inversionista un aporte de divisas del orden del 30 o/o de los gastos domésticos.
- (12) Según algunos estimados, el acumulado de los años 1970-83, para Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México, Perú y Venezuela, alcanzó los US\$ 100,000 millones.
- (13) Nótese, además, que si se trata de privatización de empresas públicas ineficientes y deficitarias, el déficit público muy probablemente disminuirá en el futuro.
- (14) Los factores que determinan la manera cómo será absorbido un aumento en la masa monetaria son, entre otros, el grado de apertura de la economía, la fijación o no del tipo de cambio y el nivel de crecimiento económico.
- (15) Argentina, 33 o/o; Brasil, 23 o/o; Chile, 38 o/o; y México, 59 o/o (cifras de 1986 y 1987; se asume MI como definición de oferta de dinero). Véase Guzmán y Merino, Op. Cit, p. 93.
- (16) Nótese que cuando esto ocurra, el gobierno puede emitir nuevos valores o, en todo caso, si es que la inversión realizada incidió en una mayor producción, el mayor crédito interno estará respaldado por una mayor cantidad de bienes.

BIBLIOGRAFIA

- ANDRE GROE, Francisco, "Objetivos Básicos de una Política de Conversión de Deuda en Capital", en, *Capitalización de la Deuda Externa en América Latina*. Instituto Interamericano de Mercados de Capital. Caracas, mayo de 1988.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL - International Affairs Area. *Brazilian Debt-For-Equity Conversion Program*, 1989.
- BANCO CENTRAL DE CHILE. *Conversión de Títulos de Deuda Externa Chilena, Capítulos XVIII y XIX del Compendio de Normas de Cambios Internacionales* (mimeo). Santiago de Chile, octubre de 1986.
- BANCO MUNDIAL. *World Debt Tables. External Debt of Developing Countries. 1988-89 Edition*. Banco Mundial, Washington. D.C., 1989.
- BERGSMAN, Joel y EDISIS, Wayne. *Debt-Equity Swaps and Foreign Direct Investment in Latin America* (mimeo). Foreign Investment Advisory Service. International Finance Corporation, Washington, D.C., agosto de 1988.
- BID (Banco Interamericano de Desarrollo). *La Deuda Externa y el Desarrollo Económico de América Latina. Antecedentes y Perspectivas*. BID, Washington, D.C., enero de 1984.
- BIRD, Graham. "Debt Swapping in Developing Countries: A Preliminary Investigation", en, *The Journal of Development Studies*, Vol. 24, No. 3, abril de 1988.
- BRADY, Nicholas. *Remarks by the Secretary of the Treasury Nicholas F. Brady to the Brookings Institution and the Bretton Woods Committee. Conference on Third World Debt*. Treasury News, Washington, D.C., marzo de 1989.
- CEPAL. *Im Conversión de la Deuda. Antecedentes, Evolución y Perspectivas*, setiembre de 1987.
 . *la Evolución del Problema de la Deuda Externa en América latina y el Caribe*. Naciones Unidas, Comisión Económica para América Latina y el Caribe. Santiago de Chile, febrero de 1988 a.
 -. "Balance Preliminar de la Economía Latinoamericana", en, *Notas sobre la Economía y El Desarrollo*, No. 470/471. Naciones Unidas, diciembre de 1988b.
 -. *Evolución de la Economía Brasileña Informe Estadístico*, Brasilia, febrero de 1989.
- CONFEDERACION DE CAMARAS DE COMERCIO DEL GRUPO ANDINO. *Foro: Deuda. Crecimiento y Comercio en los 90*. Confederación de Cámaras de Comercio del Grupo Andino, PNUD, JUNAC, CONFIEP, Lima, mayo 1989.
- DE FARIA, Eduardo; SCOTT, Andrew; BUCHANAN, Nigel. *PW/Euromoney Debt-Equity Swap Guide*. Euromoney Publications Pie, Londres, 1988.
- DUFLOUX, Claude y KARLIN, Michel. "Nouvelles Solutions á l'Endettement Privé des PED. Les provisions bancaires pour risque-pays (V)", en, *la Revue Banque*, No. 487, octubre de 1988.
- EUROMONEY. *Chile into the 1990s*. Suplemento Especial. Londres, agosto de 1989.
 . *Debt Management, Latin America sets the Pace*. Suplemento Especial de Euromoney. Londres, setiembre de 1988.
- FFRENCH-DAVIS, Ricardo. "Latin American Debt: Debtor-Creditor Relations", en, *Third World Quarterly*, Vol. 9 No. 4, octubre de 1987.
 . *Conversión de Pagares de la Deuda Externa en Chile* (mimeo). CIEPLAN, Santiago de Chile, agosto de 1988.
- FFRENCH-DAVIS, Ricardo y FEINBERG, Richard (Eds.), *Más allá de la Crisis de la Deuda. Bases para un Nuevo Enfoque*. Grupo Editor Latinoamericano. CIEPLAN. Santiago de Chile, 1986.
- FLACSO (Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales). *La Experiencia de Capitalización de la Deuda Externa* (mimeo), Buenos Aires, 1988.
- FMI (FONDO MONETARIO INTERNACIONAL). *Estadísticas Financieras Internacionales. Anuario 1988*, FMI, 1988.
 . *Note on Mexican Debt Exchange Proposal* (mimeo). FMI, 5 de enero de 1989.
- GARCES, Francisco. "Foreign Debt Conversión in Chile", en, Rubin, Steven, *Guide to Debt Equity Swaps*, The Economist Publications, Londres, setiembre de 1987.
- GARRIDO-LECCA, Hernán. *Propuesta a la Banca Comercial para Emisión de Bonos y Canje por Obligaciones de Deuda Externa*. (mimeo), documento de circulación restringida, Presidencia del Consejo de Ministros, Lima, diciembre de 1987.
 . "La Deuda Externa como Palanca para el Desarrollo", en, *Deuda Externa vs. Desarrollo*. AICO, PNUD. Bogotá, noviembre de 1988.
- GUZMAN, Javier y MERINO Roberto. "Implicaciones de la Política Monetaria de las Operaciones de Conversión de Deuda en Activos Reales", en, *Capitalización de la Deuda Externa en América latina*. Instituto Interame-

- ricano de Mercados de Capital. Caracas, mayo de 1988.
- IIMC (Instituto Interamericano de Mercados de Capital). *Capitalización de la Deuda Externa en América Latina*. IIMC. Caracas, mayo de 1988.
- IPSEN, Erik. "The Embattled Debt Negotiators", en, *Institutional Investors*. Nueva York, septiembre de 1989.
- JUNTA DEL ACUERDO DE CARTAGENA. *Evolución Reciente de la Deuda Externa de los Países del Grupo Andino y de algunos Países Latinoamericanos*. Serie Financiamiento, Lima, varios números.
- LAHERA, Eugenio. "La Conversión de la Deuda Externa vista desde América Latina", en, *Revista de la Cepal*, No. 32, agosto de 1987.
- LAMDANY, Rubén. *Voluntary Debt-Reduction Operations. Bolivia, México and beyond*. World Bank Discussion Papers 42. Banco Mundial, Washington, D.C., noviembre de 1988.
- M. & M. BOMCHIL - ABOGADOS. *El Régimen de Capitalización de la Deuda Externa*. Boletín de Legislación y Jurisprudencia No. 91. Buenos Aires, noviembre de 1987.
- NACIONES UNIDAS - CEPAL. *Evolución de la Economía Brasileña. Informe Estadístico*. Naciones Unidas - Cepal, Brasilia, febrero de 1989.
- ORTIZ DE ZEVALLOS, Felipe y THORNBERRY Guillermo. *Hipoteca y Rescate. Algunas Reflexiones sobre la Deuda Externa*, la. ed., Mosca Azul Editores-Apoyo S.A., Lima, abril de 1985.
- PIRES DE SOUZA, Francisco E. *Conversao da Divida em Investimento Direto: Urna Avaliacao da Experiencia Brasileira Recente*, FLACSO, Buenos Aires, 1988.
- PONTIFICIA COMISION "IUSTITIA ET PAX". *Al Servicio de la Comunidad Humana: Una Consideración Etica de la Deuda Internacional*. Ciudad del Vaticano, 1986.
- RHODES, William R. "An Insider's Reflection on the Brazilian Debt Package", en, *The Wall Street Journal*, Nueva York, 14 de octubre de 1988.
- RIDDELL, Peter. "Relief for Washington as Brady Plan passes its Test", en, *Financial Times*, 25 de julio de 1989.
- ROBERTS, David y REMOLONA, Eli. "Debt Swaps: A Technique in Developing Country Finance", en, *Finance for Developing Countries. Alternative Source of Finance Debt Swaps*, Group of Thirty, Nueva York y Londres, 1987.
- SACHS, Jeffrey. "Nuevos Enfoques para la Crisis de la Deuda Latinoamericana", en, *El Trimestre Económico Vol. LVI (1) No. 221*, México, enero-marzo 1989a.
- . "Making the Brady Plan Work" (mimeo), en, *The Second Harvard Conference. New Initiatives on Latin American Debt*, Cambridge, Massachusetts, mayo 15-16, 1989b.
- SACHS, Jeffrey y HUIZINGA, Harry. "U.S. Commercial Banks and the Developing-Country Debt Crisis", en, *Brooking Ripers on Economic Activity*, 2. The Brookings Institution, Washington D.C., 1987.
- SEGURA, Enrique. "El Sistema de Conversión de Deuda Externa", documento presentado en, *Fórum: La Conversión de Deuda Externa en Inversión de Capital de Riesgo*, Lima, noviembre 14-15, 1988.
- SE LA. *Proyecto. Propuesta Latinoamericana y Caribeña sobre Deuda Externa (decisión No. 285)*. Sistema Económico Latinoamericano, Caracas, mayo de 1989.
- THE ECONOMIST. *Latin American Debt: Promising, but no Panacea*. Londres, 9 de enero de 1988.
- . *Brady's Fading Plan*, Londres, 12 de agosto de 1989.
- THE WALL STREET JOURNAL. *México Makes Deal*. Nueva York, 26 de julio de 1989.

CUADRO RESUMEN: CRITERIOS PARA EL DISEÑO Y EVALUACION DE LOS PROGRAMAS DE CONVERSION DE DEUDA POR INVERSION Y CONVERSION DE DEUDA POR BONOS

| CRITERIOS | ASPECTOS CUALITATIVOS | ASPECTOS CUANTITATIVOS | INDICADORES | COMENTARIOS |
|--|--|---|---|---|
| L CONSIDERACIONES PREVIAS 1. Clima de Inversión | "Riesgo país": Conflictos internos (Terrorismo) Conflictos externos Nacionalizaciones Atractivo para la IED: Estabilidad laboral Leyes de IED (marco legal) Existencia de M.O. calificada | Variabilidad del tc paralelo Restricciones para arancearias Variación de la part. aranc. Importancia de la IED Tasa de crecimiento del PBI real | Ranking el país (Inst. Investor) (tc par. - tc ofic/te ofic.) No. de rest./Universe aranc. #rest(t)-#rest(t-1)/#rest(t-1) IED/Total PBI(t)-PBI(t-1)/PBI(t-1) | Indica incertidumbre y riesgo en el país. Grado de apertura de la economía. Estabilidad en las "reglas de juego". |
| 2. Nivel de Ahorro interno | | Tendencia en el nivel de ahorro. | A/PBI | Necesidad de complementar el ahorro interno con ahorro externo. |
| 3. Desarrollo de Mdo. de Capitales | | Nivel de ahorro financiero Movimiento bursátil | (M4-M1)/PBI Monto negociado/PBI | Posibilidad de financiamiento con bonos internos. |
| 4. Presencia de Distorsiones | | Nivel de inflación Distorsión en precios relativos | π | Mayores posibilidades de presiones en los precios, en caso usar CI. El enbaldío de CDI puede exacerbar distorsiones existentes. |
| 5. Restricción Presupuestaria | | Financiamiento de la CDI Recursos propios Endeudamiento externo Bonos internos: Nivel de endeudamiento | DF/PBI Servicio de DPL/Ingresos fiscales | Indica la disponibilidad de fondos. Muy reducidas posibilidades. Alto: insolvencia. No conviene. |
| 6. Posiciones frente a la deuda Acreedor Gobierno Deudor | Interés de L.P. en A.L. Selectividad en los pagos Pago parcial | Nivel de exposición Capacidad de pago:VED | DE con AL/Capital Crec. PBI Crec. X y M Crec. DE ti de la DE tc real | Bajo: generalmente vende su deuda. Alto: préstamos no voluntarios. Continuará trabajando en A.L. Según perspectivas de futuros préstamos. Pago en función a la capacidad de pago. |

| | | | | |
|--|---|---------------------------------------|---|--|
| <p>II. ANALISIS DE CDI</p> <p>1. Alternativas de Conversión</p> | <p>Distintos mecanismos de conversión que absorban el descuento del MS</p> | | | <p>Ordenados de acuerdo a los aportes a la economía, y de acuerdo con objetivos de política económica.</p> |
| <p>2. Adicionalidad</p> | <p>Control administrativo</p> <p>Proyecto previamente presentado</p> <p>Inversionistas nuevos</p> <p>Sectores donde se invierte</p> <p>Exportaciones</p> <p>Tipo de inversionista</p> <p>Bancos</p> <p>Exigencia de fondos frescos</p> <p>Clima de inversión</p> <p>Reglamento de las operaciones</p> <p>Continuidad del programa</p> | <p>Rentabilidad del programa.</p> | <p>(Pms-Pr)/Pms</p> | <p>Costo de no adicionalidad: pérdida de divisas.</p> <p>Pocas posibilidades de adic.</p> <p>Mayores posibilidades de adic.</p> <p>Mayores posibilidades de adic.</p> <p>Muchas posibilidades.</p> <p>Puede desincentivar la inversión.</p> <p>Muy importante para éxito de CDI. Idem.</p> <p>Restricciones desincentivan la CDI.</p> <p>Aumenta la adicionalidad.</p> |
| <p>3. Reducción de Deuda Externa</p> | <p>Capacidad crediticia</p> <p>Reducción de deuda</p> <p>Intenciones de pago</p> <p>Evasión parcial de pago</p> <p>Efectos negativos de la CDI</p> | | <p>DE convert./Flujos de IED anual</p> | <p>Efectos potenciales sobre la L.</p> <p>Útil para acceder al mercado de préstamos voluntarios, además de que mejora el clima de inversión.</p> <p>Dos primeros afectan positivamente los dos segundos negativamente.</p> |
| <p>4. IED</p> | | <p>Remesa de utilidades y capital</p> | <p>to efectivo (+)</p> <p>te esperado (+)</p> <p>Inflación esperada (-)</p> <p>Clima de inversión (+)</p> <p>Remesa de ut./Int de D original < 1</p> | <p>Determinantes.</p> <p>De lo contrario contrarrestaría el ahorro de divisas.</p> |
| <p>5. Repatriación de Capitales Fugados</p> | | | | <p>Determinantes: Igual a los de IED.</p> |
| <p>6. Exportaciones</p> <p>7. Tipo de cambio preferencial (subsídío)</p> | <p>"Round-tripping"</p> | | | <p>Ataca la restricción de divisas.</p> <p>Ni muy bajo que no incentive la CDI ni muy alto que signifique gastos innecesarios del gobierno.</p> <p>Presiones sobre el tipo paralelo y pérdida de divisas. Se reduce controlando el destino de fondos.</p> |

| | | | | |
|--------------------------------------|--|---|--|---|
| 8. Déficit Fiscal y Oferta Monetaria | Control de déficit: Cuotas periódicas Subastas Privatización Déficit manejable | Efectos potenciales de CDI sobre la cantidad de dinero. Descuento mínimo aceptable | D. convertible/M1 Prms y VE | Control sobre eventual emisión. Retiene parte de la renta del Ista. No genera presiones inflacionarias. Factores que deben tomarse en cta. |
| 9. Producción | Distorsiones: Escasez de recursos internos Retraso en la inversión | Aumento en la capacidad productiva | | El subsidio otorga ventajas al Ista. de CDI, que compite por recursos domésticos escasos. En caso de existir cupos periódicos el Ista tradicional puede atraer su proyecto para gozar del Icp. La compra de acciones puede inducir a mayor inversión productiva, en el L.P. |
| III. ANALISIS DE BONOS | | | | |
| 1. Alternativas de conversión | Oportunidad de aprovechar el dacto. directamente (compra directa) | | | |
| 2. Adicionalidad | Usos alternativos de fondos no adicionales | Aumento en la capacidad productiva | RIN + Donaciones de libre disp. < 1 Costo del colateral | Si se acerca a 1, habrá un alto C. Op de los recursos usados. |
| 3. Deuda Externa | Capacidad crediticia | | | Igual al caso de CDI. |
| 4. Déficit Fiscal | | Servicio de las nuevas obligaciones. | t _{ij} * (1 - dacto) / itc < 1 | Si < 1, ahorro neto de recursos. |
| 5. Oferta Monetaria | En general no varía | | | El signo de la variación dependerá del punto anterior y del tipo de financiamiento de los pagos. |

| | |
|---------|--|
| Donde: | |
| A | Ahorro |
| AL | América Latina |
| arañe | Arancelario |
| C. Op. | Costo de oportunidad |
| CI | Crédito interno de Banco Central |
| Cree | Crecimiento |
| DE | Deuda externa |
| DF | Déficit fiscal |
| Disp | Disponibilidad |
| DPI | Deuda pública interna |
| dseto | Descuento |
| i | Interno |
| I | Inversión |
| IED | Inversión extranjera directa |
| Ing | Ingresos |
| Ista | Inversionista |
| M | Importaciones |
| M.O | Mano de obra |
| MS | Mercado secundario |
| PBI | Producto Bruto Interno |
| Pms | Precio o cotización del mercado secundario |
| Pr | Precio de redención de la deuda en el programa de conversión |
| res | Restricción |
| t | tiempo, año |
| te | Tipo de cambio |
| te. of | Tipo de cambio oficial |
| tep | Tipo de cambio preferencial |
| t.c par | Tipo de cambio del mercado paralelo |
| ti | Tasa de interés |
| tie | Tasa de interés externa (de préstamos externos) |
| tii | Tasa de interés interna |
| VED | Valor esperado de la deuda |
| X | Exportaciones. |