

LOS MECANISMOS DE CONVERSIÓN DE DEUDA EN CHILE*

Juan Andrés Fontaine

En los últimos años, Chile ha enfrentado el problema de la deuda aumentando las exportaciones, el ahorro nacional, la eficiencia de la inversión, reprogramando su deuda, pidiendo prestado a organismos multilaterales, atrayendo importantes flujos de capital privado y estableciendo diferentes mecanismos de conversión de deuda. Estos mecanismos operan a través del mercado secundario para la deuda chilena, aprovechando los descuentos con los que se transa esta deuda, y se conocen como los Capítulos XVIII y XIX.

El Capítulo XVIII permite a residentes chilenos comprar deuda chilena en el exterior, la que se convierte a pesos a precios libremente negociados entre el nuevo acreedor (chileno) y el deudor. Las operaciones de este Capítulo materializadas hasta ahora ascienden a US\$ 1.222 millones.

El Capítulo XIX permite que un extranjero interesado en invertir en Chile compre títulos de deuda en el mercado secundario y los transe privadamente con el deudor nacional de estos títulos. Los pesos así recibidos pueden ser asignados a inversiones específicas, previamente autorizadas por el Banco Central. El total de las conversiones de deuda por capital propio que se han materializado hasta ahora suma US\$ 1.188 millones.

JUAN ANDRÉS FONTAINE. Ingeniero Comercial de la Universidad Católica, M. A. en Economía, Universidad de Chicago y Director de Estudios del Banco Central.

* Presentación efectuada en la Mesa redonda de Oxford sobre Mercados de Capital Internacionales. Oxford, Inglaterra, 20-26 de febrero, 1988.

Introducción

Desde mediados de 1985, Chile ha rescatado deuda externa por US\$ 3.3 mil millones, lo que corresponde aproximadamente al 23% de la deuda de mediano y largo plazo con bancos comerciales vigente a ese año (US\$ 14 mil millones). Se operó esto a través de diferentes mecanismos de conversión de deuda, entre los que se cuenta la conversión de deuda por capital propio, basados en el así llamado mercado secundario de los pagarés de deuda externa. Esta rebaja ha compensado los incrementos de la deuda provenientes del financiamiento de la cuenta corriente y la depreciación del dólar (más de 15% de los pasivos externos de Chile están denominados en monedas diferentes al dólar), con lo cual el stock nominal de la deuda se ha mantenido más o menos constante. El stock de la deuda, tanto en relación al Producto Geográfico Bruto, como también a las exportaciones, ha declinado considerablemente durante este período, a saber, en un 11% y un 21%, respectivamente.

En el mercado secundario, las deudas de los países en desarrollo y altamente endeudados son negociadas con considerables descuentos. En el caso de Chile, el descuento ha tenido un promedio de 33% durante los últimos dos años. Al pagar anticipadamente US\$ 3.3 mil millones a través de este mercado, la economía chilena ha podido recibir una condonación de su deuda externa del orden de los US\$ 800 millones. A pesar de todas las peticiones de amnistía para las deudas, parece que los mecanismos de conversión basados en el mercado secundario constituyen aún el único medio disponible para recibir alguna condonación de las obligaciones con el exterior.

En mi presentación de hoy día trataré, brevemente, los siguientes puntos:

- a) Cómo llegamos en Chile a la conclusión de que los mecanismos de conversión de deuda, en general, y la conversión de deuda por capital propio, en particular, constituyen un instrumento útil para manejar el problema de la deuda;
- b) Cómo estos mecanismos funcionan en Chile;
- c) Cómo estos mecanismos están contribuyendo a superar algunas de las restricciones derivadas del, así llamado, “problema de la deuda”, y
- d) Cómo hemos tratado de evitar algunas de sus eventuales consecuencias macroeconómicas indeseables.

El problema de la deuda chilena

Chile es considerado un país altamente endeudado. En diciembre de 1987 y *después* de las reducciones de la deuda antes mencionadas, la cuantía de su deuda externa total era levemente más alta que su Producto Geográfico Bruto (PGB) y equivalía aproximadamente al triple de sus exportaciones de bienes y servicios. Un país altamente endeudado enfrenta dos clases de problemas diferentes, aunque relacionados entre sí, a saber:

- a) el problema de la transferencia, y
- b) el problema del riesgo.

Mucho se ha discutido el problema a), la *transferencia de cuantiosos recursos reales* que un país altamente endeudado posiblemente deba efectuar para servir su deuda. Tomemos un ejemplo y consideremos un país con una razón de deuda/PGB de 100%. Si el país hubiera de pagar el monto total de los intereses con dinero proveniente de su superávit comercial y pudiese refinanciar o reprogramar todas las amortizaciones que vayan venciendo, probablemente tendría que reservar aproximadamente un 10% del Producto Geográfico Bruto para este fin. Esto absorbería la mitad del ahorro geográfico (no más de 20% del PGB, típicamente) que, con realismo, puede esperarse que genere un país en desarrollo. Si esto fuera así, la inversión bruta escasamente alcanzaría a cubrir la depreciación del stock de capital real (típicamente poco menos de 10% del PGB) y la inversión neta sería insignificante, impidiendo, de hecho, el crecimiento del PGB o del consumo.

El problema b), es decir, el *riesgo excesivo*, asociado con una posición excesiva del *stock* de deuda, hasta donde yo sé, frecuentemente se ha pasado por alto en las discusiones sobre el “problema de la deuda”. El problema a) —que es esencialmente un problema de flujo de caja— se puede resolver en principio a través de la refinanciación continua del cobro de intereses. Suponiendo que se cumplan ciertas condiciones (no demasiado irreales), se puede definir una trayectoria de crecimiento de, digamos, un 4% por año, para los países altamente endeudados, compatible con un incremento en su deuda externa real a una tasa inferior al 4%. En un caso así, el refinanciamiento de intereses y amortizaciones sería el resultado de ya sea préstamos voluntarios, ya sea ejercicios “involuntarios” de la clase que se ha visto tan frecuentemente en años recientes. Esta vía se conoce por el nombre de *muddling through* (que significa salir del paso a duras penas. y justifica los puntos de vista defendidos, por ejemplo, en el plan Baker o

por Martin Feldstein en su conocido artículo de 1987 publicado en *The Economist*. Sin embargo, el problema b) —riesgo excesivo— hace que esta solución sea poco probable. Se puede demostrar fácilmente que, por ejemplo, pequeñas variaciones de las tasas de interés perturbarían la trayectoria del *muddling through* y obligarían a reducciones considerables del consumo o del servicio de la deuda. En vista de que estos riesgos son percibidos por acreedores actuales y potenciales, el refinanciamiento del servicio de la deuda no se obtiene tan fácilmente y se presenta el problema a), el de la transferencia. Pero, en esencia, el origen del problema es la percepción de un riesgo excesivo cuando las deudas llegan a ser “demasiado” altas.

En los últimos cinco años, Chile ha enfrentado el problema de la deuda con una estrategia triple:

Primero: ha puesto en práctica y perfeccionado un amplio conjunto de reformas estructurales y políticas macroeconómicas, con el fin de aumentar las exportaciones, el ahorro nacional y la eficiencia de la inversión. Al promover un crecimiento económico saludable, estas medidas, ciertamente, contribuyen a superar el problema de la deuda. Los resultados de 1984-87 en términos de crecimiento del PGB, exportaciones, empleo, inversiones y ahorro son todos realmente muy satisfactorios.

Segundo: a través de reprogramaciones de deuda, *new money* (dinero nuevo), préstamos de organizaciones multilaterales y flujos —cada vez más cuantiosos— de capital privado, la economía chilena ha logrado atraer considerables sumas de ahorros externos, con lo que se pudo aliviar el problema de transferencia. En efecto, en promedio, durante 1983-86, la economía chilena ha podido reprogramar o refinanciar no sólo el 100% de los pagos de amortización, sino también refinanciar las tres cuartas partes de los pagos netos de intereses sobre sus obligaciones externas. Así, Chile ha seguido en forma aproximada el método del *muddling through*, al que nos hemos referido antes.

Tercero: desde mediados de 1985, Chile ha establecido diferentes mecanismos de conversión de deuda, incluso conversión de deuda por capital propio, dirigidos a solucionar el problema del riesgo asociado a un stock de deuda excesivo. En esencia, estos mecanismos constituyen un método basado en el mercado para provocar una reestructuración de las obligaciones netas del país.

Evaluación del descuento del mercado secundario

Los mecanismos de conversión de deuda aplicados en Chile están basados en el mercado. Operan a través del mercado secundario para la

deuda chilena. Este mercado secundario resulta de las diferentes percepciones que existen entre los acreedores y los deudores sobre la capacidad o la voluntad de estos últimos de pagar sus deudas. En el caso de los países altamente endeudados, estas percepciones significan que, por lo menos para algunos acreedores, las deudas tienen un valor actual esperado menor al 100% de su valor nominal. Cuando los deudores asignan a sus deudas un valor esperado más alto que el que asignan sus acreedores, se desarrolla un, así llamado, “mercado secundario”: ambas partes pueden obtener utilidades en una transacción con un descuento. Por supuesto, si ocurre lo contrario, o sea, cuando los acreedores asignan un valor más alto a sus demandas que el que los deudores asignan a sus deudas, tal mercado simplemente no surge.

Durante la segunda mitad de 1984, el mercado secundario para la deuda chilena empezó a desarrollarse, viéndose que los deudores privados (la mayor parte de los compromisos de Chile son adeudados por bancos y corporaciones privadas) asignaban a sus obligaciones un valor más alto que el precio que los acreedores que vendían en el mercado secundario estaban dispuestos a aceptar. Sin embargo, el mercado estaba restringido por:

- a) nuestras regulaciones cambiarias (que establecen que sólo aquellas transacciones en divisas que cuentan con previa aprobación general o específica del Banco Central, están legalmente permitidas), y
- b) ciertas cláusulas de los Acuerdos de Reestructuración con los bancos comerciales.

Así, el Banco Central se encontró en la situación de tener que decidir si queríamos fomentar o no el desarrollo de este mercado, poniendo en práctica disposiciones apropiadas y renegociando con los bancos comerciales las modificaciones necesarias a los Acuerdos de Reestructuración. Después de un análisis que nos ocupó durante más o menos medio año, y en el cual calculamos cuidadosamente los costos y beneficios de estas operaciones, el Banco Central dio su “luz verde” en abril de 1985. Mirando en retrospectiva esas discusiones, debo decirles que no nos equivocamos grandemente al predecir los costos y beneficios de los mecanismos de conversión de deuda, excepto en un importante aspecto: subestimamos por mucho el monto de la deuda que podría ser redimida; y nunca anticipamos que se podría llegar a una reducción de más de US\$ mil millones a través de un período de cinco años. Por supuesto, ésta ha sido una sorpresa muy agradable.

En la evaluación de los mecanismos de conversión de deuda en Chile, el problema clave era determinar si el valor actual esperado de la deuda externa chilena era más alto o más bajo que los precios a los cuales

se la negociaba en el mercado secundario. Según nuestra opinión, y dadas las políticas y proyecciones económicas de Chile, la deuda del país debería haberse valorado a un precio más alto en el mercado y entonces resultaba beneficioso para el país levantar los impedimentos señalados y dejar que las fuerzas del mercado actuaran por sí solas, eso sí que bajo un conjunto de regulaciones cuidadosamente diseñadas. Otros gobiernos de países deudores han tenido otra visión y posiblemente tengan razón. Desde luego, si alguien piensa que el “verdadero” valor de la deuda es más bajo que su precio en el mercado secundario, los mecanismos de conversión de deuda constituyen un error, un caso clásico de falta del mercado. En cierto sentido, los mecanismos de conversión de deuda sólo constituyen una herramienta relevante de política si se cree que el verdadero valor de la deuda es mayor o igual a su precio en el mercado secundario.

Después de concluir que el país podía beneficiarse con las transacciones de mercado secundario, el próximo paso era el de encontrar los recursos necesarios para financiar el pago anticipado que esas transacciones supondrían. Desde luego, el problema es que para recibir el descuento de un 33%, se debe pagar por anticipado el 67% restante de la deuda. ¿Dónde podía Chile —que en ese tiempo no estaba precisamente nadando en divisas— encontrar las divisas necesarias? Los ahora mundialmente famosos Capítulos XVIII y XIX de nuestras reglamentaciones cambiarias fueron la respuesta que encontramos.

Capítulo XVIII: Conversión de deuda para residentes

El Capítulo XVIII permite a residentes chilenos comprar deuda chilena en el exterior con sus propias reservas de divisas (probablemente mantenidas en el extranjero) o con divisas compradas en el mercado cambiario paralelo, no oficial. Una vez compradas, las deudas chilenas se deben convertir a pesos a precios libremente negociados entre el nuevo acreedor (chileno) y el deudor (generalmente un banco privado). Desde luego, el deudor sólo realizará la transacción si obtiene parte del precio, esto es, si prepa su obligación con un descuento. Este descuento “doméstico” —para distinguirlo del descuento “externo” del mercado secundario— ha sido típicamente de 10% a 15% del valor nominal de la deuda prepagada. Debemos destacar que hasta este punto no hay intervención gubernamental en el proceso, excepto cuando el título de crédito que se ha de convertir es directamente adeudado por una entidad del sector público. Si es éste el caso, tal como veremos, la entidad pública opera básicamente del mismo modo que una entidad privada.

Se puede ver fácilmente que, a no ser que se introduzcan algunas limitaciones, el mecanismo descrito causaría una demanda masiva de divisas en el mercado paralelo y en esta forma llevaría el margen entre el mercado cambiario paralelo y el oficial a niveles desestabilizadores. Para prevenir que esto ocurra, las operaciones del Capítulo XVIII son racionadas por un sistema de remates, a través del cual los bancos (todas las operaciones deben ser canalizadas a través de bancos) licitan el derecho de usar porciones de un a cuota, el “cupo”, que el Banco Central fija quincenalmente. Al ajustar el tamaño del cupo (éste ha fluctuado entre 10 y 60 millones de dólares), el Banco Central regula la presión que las operaciones del Capítulo XVIII ejercen sobre el mercado paralelo. Las operaciones del Capítulo XVIII materializadas hasta ahora ascienden a US\$ 1. 2 mil millones y el margen entre el tipo de cambio paralelo y el oficial ha mantenido un promedio de solamente 8,5% (Cuadros N^{os.} 1 y 2). Asimismo, la cuantía del cupo influye en la demanda de títulos de deuda chilena en el exterior y así entrega al Banco Central un instrumento para influir sobre su precio.

CUADRO N° 1; CHILE: REDUCCIONES DE LA DEUDA A TRAVÉS DE DIFERENTES MECANISMOS DE CONVERSIÓN DE DEUDAS
(En millones de US\$)

	Capítulo XVIII ¹	Capítulo XIX y otras conversiones de deuda por capital propio ²	Otros ³	Total
Sector público	288.1	355.1	275.2	918.4
Sector privado ⁴	933.5	833.2	608.6	2375.3
Total	1221.6	1188.3	883.8	3293.7

¹ Incluye operaciones del Capítulo XVIII, anexo 4.

² Incluye todas las operaciones del Capítulo XIX, además de las conversiones de deuda por capital propio, de acuerdo al DL. 600 y otros.

³ Incluye canjes deuda/deuda, recompras directas por corporaciones privadas y castigos.

⁴ Incluye deuda privada con garantía pública (US\$ 574.5 millones de reducción de deuda).

CUADRO N° 2: CHILE: CONVERSIONES DE DEUDA POR AÑO
(En millones de US\$)

	1985	1986	1987	Total
Capítulo XVIII	115.2	410.6	695.8	1221.6
Capítulo XIX y otras conversiones d/c.p.	78.8	259.7	849.8	1188.3
Otros	129.3	303.1	451.4	883.8
Total	323.3	973.4	1997.0	3293.7

CUADRO N° 3: CHILE: DESCUENTOS DE LOS MERCADOS SECUNDARIOS
SPREAD DEL MERCADO PARALELO Y PRECIO DEL CUPO

	Descuento mercado secundario %	Margen paralelo/oficial %	Precio del cupo Capítulo XVIII %
1986			
E	31	12	7
F	32	10	7
M	32	7	7
A	32	6	11
M	31	4	17
J	33	4	17
J	33	4	14
A	32	6	14
S	32	10	12
O	33	12	12
N	33	12	13
D	32	4	15
1987			
E	32	4	16
F	31	5	14
M	31	6	12
A	30	5	20
M	30	6	15
J	30	6	16
J	30	6	19
A	34	5	24
S	41	5	30
O	47	6	32
N	47	4	19
D	37	3	10
Promedio	33,5	6,3	15,4

Otro rasgo interesante del modo en que funciona el Capítulo XVIII es que ha dado al Banco Central un modo de compartir los beneficios del descuento del mercado secundario. En efecto, el precio pagado por el cupo ha tenido un promedio de 16% del valor nominal de la deuda convertida, y así ha producido una ganancia para el Banco Central, la que asciende a casi US\$ 200 millones (Cuadro N° 3). Como caso ilustrativo del funcionamiento de los mecanismos de arbitraje en un mercado competitivo, el precio del cupo ha adquirido un nivel que hace virtualmente desaparecer todas las ganancias extraordinarias de la operación. En efecto, las “cuasirentas” de las transacciones —el descuento del mercado secundario externo— son asignadas en su totalidad entre los propietarios de los “factores escasos” involucrados, es decir el deudor original (quien paga por anticipado en pesos con un descuento), el proveedor de los dólares del mercado paralelo (quien recibe el margen entre el tipo de cambio paralelo y el oficial) y el Banco Central (el que cobra por el uso del cupo que él mismo establece). Es muy interesante que, al margen, el Capítulo XVIII no proporciona ningún incentivo pecuniario adicional a los ingresos de capital que no sea el 8.5% de margen entre los tipos de cambio paralelo y oficial. A pesar de este hecho, han sido atraídos capitales suficientes para redimir US\$ 1,2 mil millones de deudas a través de este mecanismo.

Naturalmente, el precio del cupo actúa como un impuesto, lo cual crea un incentivo para evadirlo. En efecto, el deudor que negocia discretamente un pago anticipado a su acreedor evita pagar el precio del cupo y en esta forma incrementa su participación en el descuento del mercado secundario. Se estima que aproximadamente US\$ 700 millones de deuda han sido rescatados a través de estas transacciones directas. Ellas se incluyen discretamente bajo el ítem “Otros” de nuestras estadísticas de conversión de deuda (Cuadros N^{os.} 1 y 2).

Capítulo XIX: Conversión de deuda por capital propio

El Capítulo XIX es el cuerpo legal que rige la conversión de deuda por capital propio. En esencia, concede un tratamiento de inversión extranjera a los pesos que un inversionista extranjero recibe del deudor nacional de los títulos comprados en el mercado secundario. Tal como sucede con el Capítulo XVIII, esta transacción es privada y el deudor comparte el descuento al pagar por adelantado entre el 85 y el 90% del equivalente en pesos de su obligación en moneda extranjera. El tratamiento de inversión extranjera significa que los pesos así recibidos sólo pueden ser asignados a

inversiones específicas previamente autorizadas por el Banco Central, cuyos dividendos y valor de capital pueden ser remesados al exterior por el inversionista después de 4 y 10 años, respectivamente. Un tratamiento similar se da a las conversiones directas de deuda por capital propio, esto es, cuando el acreedor convierte sus acreencias en capital del deudor original.

A diferencia del Capítulo XVIII, las operaciones del Capítulo XIX no están sujetas a cupo. En su lugar se las somete a un análisis caso a caso y quedan sujetas a la aprobación del Banco Central. El propósito de este procedimiento es asegurar que estas operaciones no den lugar indirectamente a egresos de divisas o a menores ingresos de divisas. Los puntos que suelen incorporarse a este análisis son los siguientes:

- La identificación del inversionista como extranjero y no como residente que simule ser extranjero para evitar el pago del precio del cupo del Capítulo XVIII;
- La identificación del proyecto de inversión para asegurar que los valores involucrados en la transacción no sugieran un arbitraje, por así decirlo, de ida y vuelta (*round trip*) que desestabilizaría el mercado paralelo;
- El análisis de posibles egresos de divisas que el proyecto pudiera causar. Por ejemplo, la mera sustitución del capital de compañías multinacionales radicadas en Chile o el fomento de importaciones de bienes de capital sin un financiamiento de largo plazo. En todos estos casos, para prevenir que ocurran estos egresos se imponen condiciones específicas antes de la aprobación;
- El análisis de la medida en que el proyecto pueda estar desviando inversión extranjera que en otro caso habría llegado en efectivo a través de los conductos regulares (acogiéndose al DL 600). Esto probablemente constituye la parte más difícil de todo el procedimiento. Así, pues, se emplea una regla simple: a proyectos de inversión nueva, grandes, basados en recursos naturales (en Chile estos proyectos se sitúan generalmente en la minería) se les permite una conversión de deuda de hasta sólo un 10% del componente de capital propio del proyecto. Los demás proyectos no están en principio restringidos.

El total de las conversiones de deuda por capital propio que se han materializado hasta ahora suma US\$ 1,2 mil millones (Cuadros N^{os}. 1 y 2). Aproximadamente un 20% ha sido realizado por los propios bancos internacionales acreedores para la compra o establecimiento de bancos locales,

fondos de pensiones, fondos mutuos y también servicios públicos, proyectos de minería y empresas agrícolas o industriales. Las operaciones restantes han sido ejecutadas por compañías multinacionales que, a través de estos mecanismos, han encontrado una vía atractiva para financiar inversiones en una gran variedad de actividades en Chile. La mayoría de ellas han consistido en comprar, expandir o establecer firmas orientadas a la exportación en los dinámicos sectores agrícola, forestal y pesquero de la economía chilena. Según mi punto de vista, las conversiones de deuda por capital propio han desempeñado un papel muy positivo en la rehabilitación financiera de corporaciones y bancos que estaban en mala situación económica y en el fomento de las inversiones. Probablemente también contribuirán a estimular la absorción de nuevas tecnologías y a permitir el acceso de exportaciones chilenas a nuevos mercados. Naturalmente, todos éstos son efectos laterales muy positivos de las conversiones de deuda por capital propio.

Por otra parte, la creciente presencia de la inversión extranjera en Chile ha creado alguna controversia. Los argumentos que generalmente se aducen no se refieren específicamente a las conversiones, sino que son esencialmente los mismos que siempre se han formulado en contra de la inversión extranjera en general. En esta calidad caben las preocupaciones nacionalistas sobre un presunto “control foráneo” perjudicial de la economía o la sugerencia de que las inversiones deberían estar limitadas únicamente a inversiones nuevas (presumiendo que se les pudiera operacionalmente distinguir de una “mera transferencia” de bienes existentes), o destinadas exclusivamente a sectores productivos de alta prioridad. Aunque son políticamente comprensibles, no creo que estas críticas deban tomarse muy en serio, si hemos de construir una economía abierta en Chile.

Una preocupación más interesante es aquélla sobre las consecuencias de que las inversiones extranjeras efectivamente cuenten, a través del Capítulo XIX, con un tipo de cambio preferencial. Esto se ha criticado tanto por motivos de eficiencia, como también por constituir una discriminación en contra de los inversionistas nacionales. Sin embargo, no veo nada fundamentalmente errado en subsidiar (básicamente con el dinero de nuestros acreedores) la afluencia de inversiones extranjeras a un país con dificultades financieras, especialmente si se les exige un período de gracia de 10 años para el capital invertido y de 4 años para sus ganancias. La necesidad de estimular el ingreso de capital extranjero también justifica el tratamiento preferente que el Capítulo XIX otorga a los inversionistas extranjeros, frente a los inversionistas nacionales que operan a través del Capítulo XVIII, quienes, como ya hemos explicado, obtienen sus divisas ya

sea directa o indirectamente por el mercado cambiario paralelo. Las conversiones de deuda por capital propio no se pueden analizar aisladamente del problema que les da lugar: la restricción impuesta por un exceso de deuda a la capacidad de los países para obtener el financiamiento externo que necesitan para lograr tasas de crecimiento razonables.

Conversiones de deuda y el problema de la deuda

La experiencia de Chile con los mecanismos de conversión de deuda indica que los mecanismos de conversión de deuda pueden servir para aliviar en forma significativa el problema de la deuda. Desde luego, ello no significa que ésta sea *la* única solución al problema de la deuda (¿por qué habría de existir una solución única a problema tan complejo?), ni tampoco que no tengan costo alguno (después de todo pertenecen a este mundo). De lo que se trata es que los mecanismos de conversión de deuda constituyen una solución eficaz.

Los mecanismos de conversión de deuda, como se les conoce en Chile, han servido tres propósitos:

Primero: han permitido al país beneficiarse de la existencia de un descuento para su deuda externa. Las operaciones según el Capítulo XVIII y similares implican que el monto total del descuento es obtenido por el país. El Capítulo XIX implica que cerca de una tercera parte del descuento es “captada” en esta forma, mientras que el resto se usa para estimular la inversión extranjera. Se estima que por ambos conceptos, Chile ha recibido descuentos por aproximadamente US\$ 800 millones a través de los últimos 2 años y medio, lo que equivale al 4% del Producto Geográfico Bruto de un año (Cuadro N° 4).

Segundo: la forma en que se les ha puesto en práctica ha ocasionado una reducción en el cobro de intereses, con lo que se ha aliviado el problema de transferencia a que nos hemos referido antes. Como resultado de las reducciones de deuda por el monto de US\$ 3.3 mil millones, el cobro de intereses se ha reducido en más o menos US\$ 300 millones por año, a las tasas vigentes, lo que equivale al 1.5% del Producto Geográfico Bruto y es más o menos equivalente a la brecha de la balanza de pagos proyectada para cada uno de los dos años siguientes. Debemos destacar, sin embargo, que en la medida que las operaciones del Capítulo XVIII involucran el uso de reservas no oficiales que devengan algún crédito en el extranjero, los ahorros *netos* en intereses asociados a estas operaciones serían más bajos.

Por otra parte, las operaciones según el Capítulo XIX crean derechos de remesa para los dividendos, que podrían comenzar a salir del país desde el quinto año en adelante. Así, parte de los ahorros en intereses tiene como contrapartida una suerte de obligación externa contingente, ligada a las ganancias percibidas sobre las inversiones efectuadas al amparo del Capítulo XIX.

CUADRO Nº 4: CHILE: ESTIMACIÓN DEL MONTO DE CONDONACIÓN DE DEUDAS A TRAVÉS DE LAS CONVERSIONES DE DEUDA
(En millones de US\$)

	A Monto de conversiones de deuda	B Descuento	AxB Condonación
Capítulo XVIII	1221.6	33	403
Capítulo XIX y otras conversiones d/c.p.	1188.3	10	119
Otras	883.8	37	325
(Conversiones d/d)	(68.2)	(-)	(-)
(Recompras)	(733.0)	(33)	(242)
(Condonaciones)	(83.0)	(100)	(83)
Total	3293.7	26%	847

Tercero: han permitido al país canjear deuda exterior oficial por activos nacionales mantenidos (extraoficialmente) en el exterior o por activos reales en el país. De este modo, han generado algo así como una reestructuración masiva del balance de la economía chilena. Esta reestructuración tiene el efecto de reducir la clase de riesgos del consumo y del servicio de la deuda, asociados a la economía chilena, contribuyendo así a aliviar el problema del riesgo antes mencionado. En el caso de las operaciones amparadas por el Capítulo XVIII, se trata del pago anticipado de deudas externas de intereses a tasa flotante, con reservas no oficiales mantenidas en el extranjero que, desde luego, sólo tienen un vínculo lejano con el país. Por su parte, las operaciones del Capítulo XIX implican el pago anticipado de deudas del sector público o garantizadas por éste, también a tasas flotantes de interés, entregando a cambio títulos sobre inversiones

radicadas en Chile. Estos títulos constituyen una forma de obligación extranjera que devenga pagos residuales (esto es, contingente a los resultados de los correspondientes negocios) y no goza de ninguna garantía oficial. Por otra parte, desde un punto de vista macroeconómico, los títulos representativos de capital propio son una forma de obligación extranjera que, por lo menos en el corto plazo, está denominada en moneda nacional, de modo que una devaluación de la moneda nacional también devalúa el equivalente en dólares de la obligación. Tal como en 1982 lo experimentaron dramáticamente la mayoría de los países deudores, las deudas externas involucran generalmente considerables riesgos cambiarios. En mi opinión, la consecuencia más importante de los mecanismos de conversión de deuda es aliviar el problema del riesgo, asociado a una situación de excesiva deuda.

El impacto de estos tres resultados de los mecanismos de conversión sobre el problema de la deuda se puede ver del siguiente modo: a través de los mecanismos de conversión de deuda, Chile ha sido capaz de procurar en los mercados de capital (“voluntarios”, en efecto) dinero que asciende a más o menos US\$ 1,9 mil millones, de los cuales US\$ 1,3 mil millones provienen de residentes y US\$ 0,6 mil millones, de no residentes (Cuadro N° 5). Esta es la suma de divisas que, se estima, han sido empleadas en comprar deudas chilenas en el mercado secundario. Ciertamente, se puede contraargumentar que estos capitales no se han usado para financiar, por ejemplo, muy necesarias importaciones de bienes de capital, sino que se les ha empleado para pagar deudas antiguas. Pero, entonces, el funcionamiento típico de los mercados voluntarios de capital, ¿no es acaso un permanente refinanciar obligaciones vencidas mediante nuevos créditos?

Consecuencias macroeconómicas

Los mecanismos de conversión de deuda pueden, sin embargo, crear algunos problemas macroeconómicos por sus efectos sobre la balanza de pagos, el mercado cambiario paralelo y las políticas fiscal y monetaria. Afortunadamente, la experiencia chilena demuestra que hay maneras de mitigar todos estos posibles efectos secundarios negativos. No deja de ser irónico que los mecanismos de conversión de deuda a veces sean criticados por crear toda clase de perjuicios macroeconómicos, después de haber estado en vigencia por espacio de dos años, justamente, en uno de los países más conocidos en Latinoamérica por su devoción a la estabilidad macroeconómica. De todos modos, estos efectos macroeconómicos son:

- a) El *problema de la no adicionalidad*: se considera la posibilidad de que, por lo menos, una parte de los mecanismos de conversión de deuda sea financiada con divisas que en otro caso el Banco Central podría haber recibido a través de inversiones extranjeras tradicionales o por algún otro conducto (incentivos fiscales a la repatriación de capital, menor subfacturación de exportaciones y menor sobrefacturación de importaciones). Si esto fuera así, las conversiones de deuda estarían usando indirectamente las escasas reservas internacionales, posiblemente agravando en esta forma los problemas de la balanza de pagos. Desde luego, nadie puede asegurar que la conversión de deuda use en un 100% flujos adicionales de divisas. Pero en Chile el procedimiento caso a caso para la aprobación de operaciones según el Capítulo XIX parece haber prevenido razonablemente bien la mayor parte de las fugas de divisas. En efecto, no sólo ha mejorado significativamente la posición de reservas internacionales, sino que, sorprendentemente, también la inversión extranjera tradicional en 1987 ha sido el doble que en 1986 y, a juzgar por los actuales ingresos de capital, en 1988 está nuevamente creciendo en forma considerable. Pero más fundamentalmente el argumento de la no adicionalidad me parece ser, simplemente, una falacia. Desde luego, para el país bien podría ser una inversión muy provechosa emplear flujos de divisas no adicionales para recomprar su propia deuda a un descuento, siempre y cuando tenga las reservas suficientes. A las tasas actuales, para alguien que espera pagar totalmente los intereses, el rendimiento implícito de comprar deuda bancaria con un 33% de descuento equivale a unos 500 puntos base sobre Libor. La debilidad de este argumento mercantilista contra los mecanismos de conversión de deuda se han hecho evidentes después de la reciente propuesta mexicana, que también usa sus excedentes de reservas para recomprar deudas antiguas. Por otra parte, la solución, que generalmente se propone para compensar cualquier posible no adicionalidad —exigir que se agregue dinero nuevo a la conversión de deuda por capital propio— funcionaría únicamente si el descuento interno, con que el deudor nacional paga por adelantado la deuda, se reduce en forma correspondiente. Dado que esta reducción acarrea una mayor transferencia de activos reales se puede demostrar que estas exigencias de *new money* constituyen, en efecto, un método extremadamente caro para recibir dinero nuevo.
- b) *Efectos desestabilizadores sobre el mercado paralelo*: tal como hemos explicado, los cupos del Capítulo XVIII se han hecho cargo de

este problema en Chile. En principio, las recompras directas por corporaciones privadas pueden crear un problema, pero se han manejado en forma fluida por las partes que han intervenido. En el hecho, uno de los rasgos más impresionantes de la reciente experiencia chilena es el tamaño de los rescates de deuda efectuados a través del mercado paralelo sin ningún aumento desmedido en su tipo de cambio. Esto sugiere que puede haberse producido una repatriación masiva de capital, canalizada a través de los mecanismos de conversión de deuda, pero estimulada también por una notoria mejoría en las expectativas acerca de la marcha de la economía chilena.

- c) *Efectos monetarios e inflacionarios*: a menudo se argumenta que las conversiones de deuda son fuente de expansión monetaria e inflación. En muchos casos, esta afirmación se origina en un concepto erróneo del modo en que ellas funcionan, por lo menos en Chile. Los informes de prensa sobre las conversiones de deuda por capital propio, por ejemplo, suelen sostener que el Banco Central paga a los inversionistas extranjeros el equivalente en pesos del pagaré de deuda externa que ellos han comprado en el mercado secundario. Tal como he explicado, éste sencillamente *no* es el modo con que el sistema funciona en Chile: el inversionista extranjero es pagado por el deudor original, quien frecuentemente es un banco privado. Si la deuda original es de una entidad pública, en vista de que la Constitución chilena prohíbe al Banco Central conceder créditos al sector público, esta entidad tiene que procurarse el dinero en el mercado de capitales nacional, en la misma forma en que tendría que hacerlo una entidad privada. Sólo si el deudor original es el propio Banco Central, pudieran las conversiones de deuda tener un impacto monetario. Pero en estos casos, el Banco Central automáticamente anula el impacto monetario por medio de un dispositivo muy simple: en lugar de pagar en pesos, paga con un bono denominado en pesos, que luego es vendido en el mercado secundario local. El hecho de que Chile tenga un mercado de capitales razonablemente bien desarrollado y sofisticado, obviamente ha contribuido a acomodar las grandes transacciones que se han efectuado según este sistema.
- d) *Efectos fiscales*: en vista de que frecuentemente las tasas de interés nacionales son más altas que las internacionales y que los pesos que habrán de emplearse para pagar por adelantado las deudas deben ser procurados en el mercado de capitales nacional, se dice que las conversiones de deudas del sector público exacerban los típicos problemas fiscales de los países deudores. En Chile manejamos este

problema simplemente dejando que las entidades públicas se comporten igual que las privadas y realicen un negocio de conversión de deuda sólo si obtienen una ganancia, esto es, si estiman que el descuento conseguido compensa con creces el valor actual de la diferencia entre la tasa de interés de los préstamos nacionales y la de los extranjeros.

- e) *Efectos sobre la tasa de interés y precios de activos:* a veces se plantea que, como los mecanismos de conversión de deuda sustituyen financiamiento externo por financiamiento nacional, ejercen presión sobre las tasas de interés nacionales. Por otra parte, en vista de que animan a los inversionistas extranjeros a competir por bienes reales, pueden crear un ascenso rápido de los precios de bienes, lo que a su vez tendría efectos macroeconómicos desestabilizadores. A mi modo de ver, en cierta medida ambos efectos podrían ocurrir y, según las preferencias de los “convertidores” de deuda por bienes financieros o reales, la presión será más notoria sobre las tasas de interés o sobre los precios de los bienes. En la experiencia chilena, sin embargo, las tasas reales de interés bajaron considerablemente en 1986 (posiblemente por otras razones) y desde entonces se han mantenido a niveles bastante moderados (4% por año en términos reales para depósitos). Los precios de los bienes, por otra parte, han aumentado sustancialmente, lo que ha sido alimentado en parte por los mecanismos de conversión de deuda. Pero después de la recesión de 1982, los precios de los bienes estaban extremadamente subvaluados. En efecto, una de las características más interesantes de la reciente experiencia chilena es el rápido tránsito que se ha visto desde una situación de aflicción financiera generalizada entre bancos y corporaciones a la situación actual de saludables balances y precios de activos en aumento. El proceso de aumento de precios de los activos, alimentado en parte por las conversiones de deudas, ha sido básicamente una recuperación de valores muy deprimidos y, a mi modo de ver, una de las fuerzas impulsoras tras la recuperación de la producción, del empleo y de la inversión durante los últimos tres años.
- f) *Efectos sobre la asignación de recursos:* tal como lo hemos mencionado antes, la ganancia de capital hecha por el inversionista extranjero en las operaciones según el Capítulo XIX a veces es vista como una especie de “tipo de cambio preferencial” (permite que cierta inversión sea financiada con menos dólares). Esto ha llevado a algunos economistas a criticar las conversiones de deuda por capital propio sobre la base de que ellas inducirían una errada asignación de

recursos. Tengo dos comentarios acerca de este punto. Una es que, por lo que yo sé, las economías de países deudores se encuentran muy lejos de un “Óptimo de Pareto” y, así, un subsidio no causa necesariamente una asignación de recursos errada. En efecto, como ya se ha dicho, la así llamada tasa preferencial se puede considerar un medio para contrarrestar la “distorsión” de la asignación de recursos causada por los controles de cambio: en particular, la imposición de períodos de gracia de 10 y 4 años para el capital y los dividendos, respectivamente. Mi segundo comentario es que cuando las conversiones de deuda por capital propio, como en Chile, no están limitadas a ciertas áreas, sectores o actividades, serían más bien neutrales en términos de asignación de recursos, de modo que la ganancia inicial de capital sería solamente eso, una ganancia de capital, que no se traduce en costos y beneficios marginales. Por supuesto, el verdadero propósito de limitar las conversiones de deuda por capital propio a ciertas áreas, en aquellos países que así lo hacen, es precisamente afectar los costos y beneficios marginales y así alterar la asignación de recursos de mercado. Pero entonces la crítica, si corresponde, debería dirigirse contra las políticas industriales de aquellos países y no contra la conversión de deuda por capital propio como tal.

CUADRO N° 5: CHILE: ESTIMACIÓN DE LOS INGRESOS DE CAPITAL ASOCIADOS A LAS CONVERSIONES DE DEUDA

	A Monto de conversiones de deuda	B Precio del mercado secundario	C Monto de la afluencia de capitales
Capítulo XVIII	1221.6	67	818.5
Capítulo XIX y otros	1188.3		560.1
(Acreedores originales)	(352)		
(Otros)	(836)	(67)	(560.1)
Otros			491.1
(Conversiones d/d)	(68.2)		
(Recompras)	(733.0)	(67)	(491.1)
(Condonaciones)	(83.0)		
<i>Total</i>	<i>3293.7</i>		<i>1870</i>
(de los cuales):			
por residentes	1954.6		1309.6
por no residentes	836.0		560.1

Consideración final

Como Uds. podrán haberse dado cuenta, tengo una opinión bastante positiva de la manera en que el programa de conversión de deuda ha funcionado en Chile. Desde luego, este éxito, si se me permite usar esta palabra, no es consecuencia sólo del modo en que el programa ha sido puesto en práctica, sino también del saludable clima económico creado por la administración de la política económica en general. Sin embargo, pienso que ésta es una relación que va en ambos sentidos, de modo que las conversiones de deuda desempeñan también un papel crucial en el mejoramiento de dicho clima. En parte, gracias a los mecanismos de conversión de deuda, Chile tiene por delante un camino gradual, pero por lo menos factible, que le permitirá salir del problema de la deuda. Esto, pienso, es una buena noticia, no sólo para Chile, sino igualmente para todos los países deudores. □