

## LOS MECANISMOS DE CONVERSION DE DEUDA EN CHILE \*

- Chile ha enfrentado el problema de la deuda aumentando las exportaciones, el ahorro nacional, la eficiencia de la inversión, reprogramando su deuda, pidiendo préstamos a organismos multilaterales, atrayendo importantes flujos de capital privado y estableciendo diferentes mecanismos de conversión de deuda.
- Los mecanismos de conversión de deuda aplicados en Chile operan a través del mercado secundario. Aprovechar este mercado es conveniente para el país, porque los precios a los cuales se negocia la deuda externa chilena son más bajos que el valor esperado de dicha deuda.
- Era necesario captar recursos para financiar el pago anticipado de deuda externa que las transacciones en el mercado secundario imponían. Para ello se crearon los ahora mundialmente famosos capítulos XVIII y XIX de las reglamentaciones cambiarias chilenas.
- Las conversiones de deuda chilena, materializadas hasta el momento, por vía Capítulo XVIII ascienden a US\$ 1.2 mil millones, cifra equivalente a las de las conversiones realizadas a través del Capítulo XIX.
- Los mecanismos de conversión de deuda pueden crear algunos problemas macroeconómicos por sus efectos sobre la balanza de pagos, el mercado cambiario paralelo y las políticas fiscal y monetaria. Pero la experiencia chilena demuestra que dichos efectos se pueden resolver satisfactoriamente y transformar la conversión de deuda externa en un éxito

1 Chile, en los últimos años, ha rescatado deuda externa por US\$ 3.4 mil millones, lo que corresponde aproximadamente al 23% de la deuda de mediano y largo plazo con bancos comerciales vigente a partir de mediados de 1985 (US\$ 14 mil millones).

2 Un país altamente endeudado enfrenta dos tipos de problemas diferentes, aunque relacionados entre sí: a) el de la transferencia, y b) el del riesgo.

3 Mucho se ha discutido el problema a), el de la transferencia de cuantiosos recursos reales que un país altamente endeudado deba efectuar posiblemente para servir su deuda. Cabe señalar que éste es esencialmente un problema de flujo de caja, el que se puede resolver, en principio, a través de la refinanciación continua del cobro de intereses.

4 El problema b), es decir, el riesgo excesivo, asociado con una posición también excesiva del stock de deuda, frecuentemente ha sido pasado por alto en las discusiones sobre el problema de la deuda. Este riesgo es percibido por los acreedores actuales y potenciales, y el refinanciamiento del servicio de la deuda no se obtiene tan fácilmente, presentándose así el problema de la transferencia. En esencia, el origen del problema está en la percepción de un riesgo excesivo cuando las deudas llegan a ser "demasiado" altas.

5 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.

Segundo, a través de reprogramaciones de deuda, dinero nuevo, préstamos de organizaciones multilaterales y flujos -cada vez más cuantiosos- de capital privado, la economía chilena ha logrado atraer considerables sumas de ahorro externas, con lo que se pudo aliviar el problema de la transferencia.

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 de riesgo asociado a un stock de deuda excesivo.

6 Los mecanismos de conversión de deuda aplicados en Chile operan a través del mercado secundario. Este mercado 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.

7 Para Chile, dadas sus políticas y proyecciones económicas, resultaba beneficioso aprovechar los mercados secundarios, ya que los precios a los cuales se negociaba la deuda externa chilena eran más bajos que el valor actual esperado de esa deuda.

8 Estaba claro que las transacciones del mercado secundario resultaban convenientes para el país, pero ¿cómo se captaban los recursos necesarios para financiar el pago anticipado que esas transacciones impondrían? Porque, para recibir el descuento de un 33%, se debe pagar por anticipado el 67% restante de la deuda. Los ahora mundialmente famosos Capítulos XVIII y XIX de las reglamentaciones cambiarias chilenas fueron la respuesta a esta interrogante.

9 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 deben convertirse 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 prepaga su obligación con un descuento. Este va de un 10% a 15% del valor nominal de la deuda prepagada.

10 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 una cuota, el "cupo", que el Banco Central fija quincenalmente. Ello, para evitar una demanda masiva de divisas en el mercado paralelo que

llevaría el margen entre el mercado cambiario paralelo y el oficial a niveles desestabilizadores.

11 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 8,5%.

12 El Capítulo XVIII ha dado al Banco Central la posibilidad de compartir los beneficios del descuento del mercado secundario. 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 que asciende a casi US\$ 200 millones.

13 Respecto del Capítulo XIX, es posible decir que constituye el cuerpo legal que rige la conversión de deuda por capital propio. En esencia, este mecanismo permite a un inversionista extranjero adquirir títulos de deuda chilena en el mercado secundario y venderlos a un deudor nacional en pesos. Los pesos recibidos por esta transacción deben ser invertidos en Chile. 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. Un tratamiento similar se da al acreedor que convierte sus acreencias en capital del deudor original.

14 A diferencia del Capítulo XVIII, las operaciones del Capítulo XIX no están sujetas a cupo, pero deben ser aprobadas por el Banco Central. Con esto, se intenta asegurar que dichas operaciones no den lugar indirectamente a egresos de divisas o a menores ingresos de divisas.

15 Es posible señalar que 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. El total de las conversiones de deuda materializadas hasta ahora por esta vía alcanza la suma de US\$ 1.2 mil millones.

16 Los mecanismos de conversión de deuda han servido a tres propósitos:

- 1 Han permitido al país beneficiarse de la existencia de un descuento para su deuda externa, el que alcanza aproximadamente a US\$ 800 millones, equivalente a un 4% del Producto Geográfico Bruto de un año.
- 2 Han ocasionado una reducción en el cobro de intereses, con lo que se ha aliviado el problema de la transferencia. Este cobro se ha reducido en más o menos US\$ 300 millones por año, lo que equivale al 1,5% del Producto Geográfico Bruto.
- 3 Han permitido al país canjear deuda exterior oficial por activos nacionales mantenidos (extraoficialmente) en el exterior o por activos reales en el país, reestructurando, con ello, masivamente el balance de la economía chilena. Ello permite aliviar el problema de riesgo asociado a una situación de excesiva deuda.

17 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 estos efectos secundarios negativos, que son los siguientes:

- a) El problema de la no adicionalidad: podría suceder que 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. Si esto fuera así, las conversiones de deuda estarían usando indirectamente las escasas reservas internacionales, agravando de esta forma los problemas de la balanza de pagos. Sin embargo, 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. De hecho, las reservas internacionales han aumentado significativamente, lo mismo que la inversión extranjera.

- b) Efectos desestabilizadores sobre el mercado paralelo: estos son anulados mediante la licitación de cupos por el Banco Central.
- c) Efectos monetarios e inflacionarios: sólo si el deudor original es el propio Banco Central, podrían 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, lo hace con un bono denominado en pesos, que luego es vendido en el mercado secundario local. En todo caso, en Chile el inversionista extranjero es pagado por el deudor original, quien frecuentemente es un banco privado.
- d) Efectos fiscales: se dice que las conversiones de deudas del sector público exacerbaban los típicos problemas fiscales de los países deudores. En Chile se maneja este problema dejando que las entidades públicas se comporten igual que las privadas y realicen un negocio de conversión de deuda sólo si obtienen 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: 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). 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 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: la así llamada tasa preferencial (ganancia de capital hecha por el inversionista extranjero al financiar una inversión con menos dólares) se puede considerar un medio para contrastar la "distorsión" en 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. Por otra parte, cuando las conversiones de deuda por capital propio 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 una ganancia de capital que no se traduce en costos y beneficios marginales.

Cecilia Lanz\*\*

\* Síntesis del artículo de J. A. Fontaine, "Los Mecanismos de Conversión de Deuda en Chile", Estudios Públicos, 30 (Otoño 1988), 137-157.

\*\* Comunicadora Social. Esta publicación cuenta con la colaboración de la Fundación Hanns-Seidel de la República Federal de Alemania.