

9
24

UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA DE MEXICO

ESCUELA NACIONAL DE ESTUDIOS PROFESIONALES "ACATLAN"



**CAPITALIZACION DE PASIVOS, UNA SOLUCION
PARCIAL AL ENDEUDAMIENTO EXTERNO**

T E S I S

QUE PARA OBTENER EL TITULO DE:

A C T U A R I O

P R E S E N T A ,

MARIA DEL CARMEN RODRIGUEZ DANIEL

Aesor de Tesis: Mat. Enrique Román Enríquez

Acatlán, Méx.

**TESIS CON
FALLA DE ORIGEN**

Enero de 1991



UNAM – Dirección General de Bibliotecas Tesis Digitales Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS © PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis está protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

INDICE

Introducción	I-1
--------------	-----

CAPITULO I

Entorno Internacional

1.1.- Económico y Financiero	1
1.1.2.- Participación en el financiamiento al Tercer Mundo por parte de los Organismos Financieros y de la Banca a partir de la II Guerra Mundial	7
1.1.3.- Crisis Financiera Internacional	10
1.1.4.- Endeudamiento de los países del Tercer Mundo	11
1.1.5.- Etapa de las moratorias, una respuesta del Sistema Financiero Internacional	14

CAPITULO II

Mercado de Deuda Externa

2.1.- Mercado Secundario	16
2.2.- Alternativas para el repago de la deuda	17
2.2.1.- Esquemas de Reestructuración	18
2.2.2.- Capitalización de Pasivos	20
2.2.3.- Plan Baker	22
2.2.4.- Plan Miyazawa	23
2.2.5.- Plan Brady	24
2.2.6.- Bonos Cupón Cero	24
2.3.- Experiencia de Capitalización de Pasivos en países como Brasil, Argentina, Chile y Venezuela	
2.3.1.- Brasil	28
2.3.2.- Argentina	30
2.3.3.- Chile	32
2.3.4.- Venezuela	34

CAPITULO III

Deuda Externa Mexicana

3.1.- Introducción	38
3.1.1.- Primera Reestructuración	41
3.1.2.- Segunda Reestructuración	45
3.1.3.- Tercera Reestructuración	47
3.1.4.- Cuarta Reestructuración	53

3.2.- Experiencia Mexicana en Capitalización de Pasivos	
3.2.1.- Contexto General	56
3.2.2.- Aspectos Macroeconómicos	59
3.2.3.- Aspectos Financieros	60
3.2.4.- Caso Práctico	61
3.2.4.1.- Antecedentes de la Empresa	61
3.2.4.2.- Propuestas	63
3.2.4.3.- Análisis Financiero	65
3.2.4.4.- Aspecto Fiscal	76
3.2.4.5.- Acciones	76
3.2.4.6.- Resultados	78

CAPITULO IV

Perspectivas de la Capitalización de Pasivos	82
Conclusiones	85
Bibliografía	87

INTRODUCCION

Uno de los principales problemas de los países en desarrollo es el servicio de su cuantiosa deuda externa.

La excesiva expansión del crédito por los bancos transnacionales y el concomitante endeudamiento de los países en desarrollo es un problema político-económico que concierne a los gobiernos acreedores, la banca privada transnacional, los organismos financieros multilaterales y a los países deudores.

Las condiciones actuales de la economía mundial se caracterizan por un nivel excesivamente alto, históricamente, de las tasas reales de interés, el estancamiento de la producción, la contracción del comercio exterior y la caída de los precios en las materias primas, entre otros.

Dentro de este contexto, cabe señalar que América Latina se ha convertido en exportadora neta de capitales debido, además de las altas tasas de interés y las exageradas comisiones bancarias, al proteccionismo de los países industrializados y al deterioro en la relación de intercambio de la región.

Estas medidas proteccionistas impiden el acceso de los productos de la región a los países industrializados, lo que implica que las naciones endeudadas no pueden aumentar sus exportaciones y cubrir adecuadamente el servicio de sus deudas.

Cabe señalar que las políticas que han implementado los países industrializados para proteger sus economías, disminuir su déficit externo y la inflación doméstica, han llevado consigo, en términos generales, elevadas tasas de interés y reducción de los flujos de capital al exterior. Si todos ellos buscar aumentar sus reservas internacionales para fortalecer sus monedas y para ello reducen su demanda se presenta el fenómeno de falta de liquidez. Asimismo las legislaciones bancarias de algunos países industrializados (E.U. en particular) han impedido que los bancos comerciales incrementen el crédito a los países en desarrollo.

El mayor desequilibrio que presenta ahora la economía mundial es el enorme déficit comercial de E.U. que se corresponde con cuantiosos superávit obtenidos por Alemania y Japón, y el problema del endeudamiento latinoamericano.

Para acelerar nuevamente el ritmo de crecimiento de la economía mundial es necesario reducir los costos del dinero y combatir las medidas comerciales proteccionistas. Pero las elevadas tasas de interés y las medidas proteccionistas son el resultado de los desequilibrios comerciales que existen entre los principales países industrializados. Consecuentemente, para derribar esos obstáculos al crecimiento de la economía mundial, deben primero eliminarse los elevados déficit y superávit comerciales que algunos de ellos presentan.

La eliminación de políticas proteccionistas en los principales países industrializados requiere ahora un ajuste de paridades que refleje las diferencias de productividad de cada país. Este ajuste conlleva riesgos para todas las partes, pues el país que se ve obligado a devaluar su moneda, si bien mejora la competitividad de sus productos en el mercado internacional, también se enfrenta a posibles fugas de capitales y a presiones inflacionarias internas, particularmente por el mayor costo de sus importaciones.

El desmantelamiento del aparato proteccionista que erigieron los países industrializados para hacer frente a los desalineamientos en sus tipos de cambio, requiere por lo tanto, del manejo cuidadoso de sus políticas económicas.

Ante estas condiciones, la situación de los países en desarrollo frente al problema de su endeudamiento no encuentra salida debido, entre otras causas, a la falta de financiamiento para sus actividades productivas tanto por parte de los Organismos Financieros Multilaterales como por parte de la banca privada transnacional.

La necesidad de créditos directos a los gobiernos de los países en desarrollo en magnitudes importantes, persistirá durante algún tiempo. Los bancos acreedores, sin embargo, se muestran renuentes a renegociar nuevamente créditos, y más aún a conceder recursos frescos a los gobiernos del Tercer Mundo.

El canje de deuda externa por capital se ha convertido en una opción muy solicitada ante la renuencia de la banca acreedora de otorgar más préstamos a los países endeudados.

Este mecanismo de canje de deuda externa por capital (debt-equity swaps), no se considera la solución al endeudamiento, sino una forma que en alguna parte contribuirá a solucionar el problema de deuda externa.

Para el caso mexicano, los swaps tienen sus orígenes en la segunda renegociación de la deuda externa. El mecanismo quedó establecido en México en el Convenio de Reestructuración de la deuda externa del sector público del 29 de agosto de 1985, en la cláusula 5.11, y sus lineamientos fueron formulados conjuntamente por las secretarías de Hacienda y Comercio. Posteriormente el programa fue suspendido en octubre de 1987; y fue hasta el 30 de marzo de 1990 que el gobierno mexicano decidió reabrir el programa de conversión de deuda por capital, quedando regulado por el programa publicado por la Secretaría de Hacienda en el Diario Oficial de ese día.

El mecanismo es muy simple, se conjugan la entidad que compra la deuda en dólares con descuento; el sector público que la paga en su propia moneda, recibiendo también parte del beneficio del descuento, y las empresas y proyectos de inversión hacia los que se orientan dichos recursos. Así, este mecanismo ha servido para disminuir el acervo de la deuda de los países endeudados; para promover la inversión y, no menos

importante, para hacer que la banca internacional modifique sus patrones de conducta para convertirse no solamente en rentistas, sino también en copartícipes del riesgo de inversión.

Según el influyente economista norteamericano Rudiger Dornbush, los deudores no pueden pagar y crecer al mismo tiempo y considera a los swaps de deuda como un mero paliativo. Asimismo señala que después de cinco años de estrategia confusa en que lejos de resolver la crisis deudora internacional, ésta se ha empeorado, es inevitable que las naciones deudoras adopten posiciones unilaterales, que finalmente deberán ser aceptadas.

El presente trabajo tiene como objetivo definir la capitalización de pasivos como un instrumento de alcances limitados pero prioritarios en la solución al problema de la deuda externa. Para llegar al objetivo considero necesario incluir dentro de los cuatro capítulos la siguiente información:

- Estudio del entorno económico-financiero de la crisis del sistema financiero internacional así como del problema de la deuda externa de los países en desarrollo.

- En virtud de que la capitalización de pasivos es una de las posibles alternativas que se han presentado para la solución de la deuda externa, considero necesario hacer una breve descripción de algunas otras alternativas, sin profundizar en estos temas puesto que no son objeto de estudio del presente trabajo.

- Descripción breve de las legislaciones de este mecanismo en algunos países latinoamericanos y su experiencia obtenida.

- Estudio de la evolución de la deuda externa mexicana desde sus orígenes, así como las condiciones de las reestructuraciones que se han llevado a cabo.

- La experiencia de la capitalización de pasivos en México desde sus orígenes. Un caso práctico es incluido con el fin de estudiar sus implicaciones financieras para los usuarios y macroeconómicas para el país.

- Perspectivas de este instrumento financiero. Descripción de algunas modalidades de este mecanismo que pueden minimizar los efectos negativos que tiene el mecanismo tradicional.

Dentro de este campo de la crisis deudora, el actuario puede contribuir en gran medida si no a su solución, sí al planteamiento y estudio no trivial de posibles soluciones ya que cuenta con los elementos matemáticos y financieros para profundizar en el análisis de problemas tan complejos como el de la deuda externa.

Nota: Los pies de página serán indicados al final de cada capítulo.

CAPITULO I .- ENTORNO INTERNACIONAL

1.1.- ECONOMICO Y FINANCIERO

A principios del decenio de 1990, persiste todavía la incertidumbre en la economía mundial. Desde 1983, los gobiernos de los países industriales han conseguido reducir la inflación y mantener tasas de crecimiento positivas. Sin embargo, persisten problemas importantes: tipos de cambio inestables, tipos de interés reales elevados, desequilibrios crecientes en cuenta corriente, proteccionismo en aumento y elevado desempleo. Estos problemas tienen su origen en políticas inflacionarias del pasado y rigideces estructurales. Asimismo, son consecuencia del desajuste de las políticas macroeconómicas durante gran parte del decenio de 1980 - de expansión en E.U. y de contracción en Japón y Alemania - y de la combinación de una política fiscal liberal y política monetaria restrictiva de E.U.. Esto ha traído consigo una desaceleración del crecimiento de la producción y el comercio internacional.

El crecimiento ha disminuido también notablemente en los países en desarrollo, como lo señala el cuadro siguiente:

CUADRO 1.
CRECIMIENTO DEL PIB PER CAPITA REAL 1965 A 1987
(VARIACION PORCENTUAL ANUAL)

	1965/1973	1973/1980	1980/1987
Países Industriales	3.6	2.1	1.9
Países en Desarrollo	3.9	3.2	1.8

Fuente: Mercado de Valores, Num. 20, Octubre 15 de 1988

El crecimiento de los países en desarrollo (PED) se ha visto disminuido en virtud de que siguen enfrentando transferencias netas negativas de recursos debido a que sus obligaciones de servicio de la deuda exceden a los limitados montos de financiamiento nuevo.

El Cuadro 2 muestra como los 10 más grandes países deudores han retrasado su desempeño económico:

Cuadro 2.

DIEZ GRANDES PAISES DEUDORES *
(Cifras a billones de dólares)
Promedios anuales

	1981-1982	1983-1985	1986	1987
- Crecimiento real del PIB (%)	-0.2	0.6	2.7	2.0
- Exportación de bienes y servicios	130	123	104	109

continúa
DIEZ GRANDES PAISES DEUDORES *
 (Cifras a billones de dolares)
 Promedios anuales

	1981-1982	1983-1985	1986	1987
- Balance de Cuenta corriente	- 45	- 3	- 13	- 14
- Fuga de Capitales **	- 26	- 11	2	n.d.
- Porcentaje de intereses con respecto a exportaciones (%)	29	32	32	30
- Porcentaje de deuda con respecto a exportaciones (%)	246	302	385	385

* Argentina, Brasil, Chile, Ecuador, Colombia, México, Nigeria
 Peru, Filipinas y Venezuela

** Signo negativo indica flujo neto
 n.d. No disponible

Fuente: World Financial Markets, Morgan Guaranty Trust
 junio/julio 1987

Estos países encuentran difícil lograr un crecimiento sostenido económico, especialmente en términos per cápita, como lo señala el siguiente cuadro:

CUADRO 3.
 CRECIMIENTO REAL DEL PIB
 (porcentaje)

	1983	1984	1985	1986
Argentina	3.3	2.4	- 4.5	5.7
Brasil	- 2.5	5.7	8.3	8.2
Chile	- 0.7	6.3	2.4	5.7
Colombia	1.6	3.4	2.4	5.3
Ecuador	- 2.8	4.0	3.8	1.7
México	- 5.3	3.7	2.8	-3.8
Nigeria	- 8.5	- 5.5	2.4	-4.0
Peru	- 12.0	4.7	1.6	8.5
Filipinas	1.1	- 6.8	- 3.8	0.1
Venezuela	- 5.6	- 1.4	0.3	3.0
TOTAL	- 3.3	2.1	3.0	2.7

Fuente: World Financial Markets, Morgan Guaranty Trust
 junio/julio 1987.

Sin embargo, los grandes países en desarrollo marcan mejoras sustanciales en sus cuentas corrientes durante los primeros años de la estrategia de deuda, como lo indica el cuadro 4.

CUADRO 4.

BALANCE DE CUENTA CORRIENTE
(billones de dólares)

	Promedios Anuales			
	1981 - 1982	1984 - 1985	1986	1987
Argentina	- 3.5	- 1.7	- 2.6	- 2.8
Brasil	-14.0	- 0.1	- 4.5	- 5.1
Chile	- 3.5	- 1.7	- 1.1	- 0.9
Colombia	- 2.5	- 1.8	- 0.1	- 1.3
Ecuador	- 1.1	- 0.2	- 0.7	- 1.1
México	- 9.4	2.7	- 1.3	1.0
Nigeria	- 6.8	0.7	- 1.7	- 2.2
Peru	- 1.7	- 0.1	- 1.1	- 1.2
Filipinas	- 2.7	- 0.6	- 1.1	0.3
Venezuela	- 0.1	4.3	- 1.6	- 0.3
=====				
TOTAL	-45.3	1.5	- 13.4	- 13.6

Fuente: World Financial Markets, Morgan Guaranty Trust
junio/julio 1987

Las acciones seguidas por los bancos en relación a sus reservas de pérdidas nos llevan a una posibilidad muy poco factible de considerar a los países deudores como sujetos de crédito. Por lo tanto estos países deben utilizar al máximo el escaso financiamiento externo disponible proveniente de instituciones oficiales tales como el Fondo Monetario Internacional (FMI), el Banco Mundial (BM) y la Corporación Financiera Internacional.

En un difícil entorno mundial, la realidad demanda que los grandes países deudores en desarrollo deben encontrar la solución a sus necesidades, básicamente, en ellos mismos, cambiando su economía estructuralmente en un entorno de concertación social, pues de otro modo las políticas económicas no prosperan como la experiencia sudamericana ha mostrado.

A diferencia del lento crecimiento de sus deudas, para los diez más grandes países en desarrollo, la proporción promedio con sus exportaciones varía de menos de 265 % en 1982 a 385 % en 1986. El promedio permanece cerca de ese nivel hasta 1987, con excepción de Chile y Venezuela como se indica en el cuadro 5:

CUADRO 5.
 PROPORCIONES DEUDA EXTERNA - EXPORTACIONES
 (Promedio bruto de deuda externa como porcentaje de las exportaciones de bienes y servicios y transferencias privadas)

	1982	1984	1986	1987
Argentina	405	461	536	554
Brasil	339	322	425	471
Chile	333	402	402	370
Colombia	191	254	198	235
Ecuador	239	259	333	464
México	299	292	413	366
Nigeria	84	158	300	310
Peru	269	356	497	551
Filipinas	269	309	308	309
Venezuela	84	158	322	278
TOTAL	264	290	385	385

Fuente: World Financial Markets, Morgan Guaranty Trust
 junio/julio 1987

Del mismo modo, a pesar de la disminución de las tasas de interés aplicables y los diferenciales, la proporción promedio de los pagos de interés con las exportaciones permanece arriba del 30 % durante el periodo 1982-1986. El promedio se queda un poco abajo en 1987, a pesar de que Argentina y México, así como Chile y Venezuela, redujeron sus cargas de interés como lo muestra el cuadro 6:

CUADRO 6.
 PROPORCIONES INTERESES - EXPORTACIONES
 (Calendario de pagos de intereses como porcentaje de las exportaciones de bienes y servicios, y transferencias privadas)

	1982	1984	1986	1987
Argentina	50	56	47	43
Brasil	53	38	40	39
Chile	44	44	36	28
Colombia	22	25	16	20
Ecuador	30	30	28	36
México	44	35	35	31
Nigeria	8	11	15	14
Peru	24	32	31	35
Filipinas	24	29	23	22
Venezuela	18	18	29	22
TOTAL	35	32	32	30

Fuente: World Financial Markets, Morgan Guaranty Trust
 junio/julio 1987.

La mayoría de los grandes deudores han aumentado sustancialmente el volumen de sus exportaciones desde 1982. Sin embargo, no sólo para las exportaciones petroleras las condiciones de pérdida del comercio han eliminado las ganancias en términos de dólares. Las cifras del cuadro número 7 nos muestran estos hechos:

CUADRO 7.
EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS, Y TRANSFERENCIAS PRIVADAS
(billones de dólares)

Promedios Anuales

	1981-1982	1985	1986	1987
Argentina	10.8	10.3	9.1	9.2
Brasil	25.3	29.5	25.4	24.2
Chile	5.4	4.7	5.3	5.8
Colombia	5.2	5.3	7.2	6.4
Ecuador	2.9	3.3	2.6	2.1
México	29.2	30.1	23.9	28.4
Nigeria	16.3	13.0	7.4	7.7
Peru	4.2	3.8	3.2	3.0
Filipinas	8.6	8.1	8.9	9.3
Venezuela	22.3	16.9	10.9	12.4
=====				
TOTAL	130.2	125.0	103.9	108.5

Fuente: World Financial Markets, Morgan Guaranty Trust
junio/julio 1987

De esta manera las naciones deudoras no han logrado el crecimiento suficiente de sus exportaciones que es fundamental para resolver sus problemas de financiamiento externo.

A menos que ellos puedan aumentar sus exportaciones a una tasa promedio superior a la tasa de interés de su deuda externa, las probabilidades de reducir las actuales proporciones de deuda-exportaciones no son significativas.

Desafortunadamente las condiciones económicas mundiales no son propicias para el crecimiento de las exportaciones de los grandes países en desarrollo. Los deudores necesitan flexibilidad y apertura comercial para expandir sus mercados. Más aun, con su enorme déficit comercial, los E.U. se encuentran difícilmente en la posición de absorber los grandes aumentos en las exportaciones de los grandes PED, como lo hizo en 1983-84, mientras Japón y Europa están reacios a estimular y abrir sus economías lo suficiente para absorber sustancialmente más importaciones, ya sea de E.U. o de las naciones deudoras. Ambas condiciones estructurales y de demanda cíclica, han reducido los precios y el volumen potencial para las exportaciones de los productos de los grandes PED.

Estas difíciles condiciones del mercado extranjero hacen doblemente importante para las naciones deudoras diversificar sus exportaciones y mejorar su competitividad.

Los países deudores deben en principio detener el crecimiento proporcional de deuda reduciendo sus importaciones suficientemente para generar superávits comerciales lo bastante grandes para efectuar las transferencias de capitales a sus acreedores, sin sacrificios sociales.

Durante 1983-86, estas transferencias de los diez grandes países deudores, promediaron cerca del 4 % del PIB y 25 % de las ganancias de las exportaciones de bienes y servicios. Aun con este alto nivel de transferencias, sin crecimiento de exportaciones, no se logró reducir proporcionalmente su deuda, y los deudores pagaron un alto precio en términos de crecimiento económico. Esta experiencia ha aumentado la determinación de las naciones deudoras de reducir sus transferencias netas financieras - reduciendo pagos de intereses y aumentando la afluencia de capital - hasta niveles consistentes con su crecimiento económico pronosticado.

Este crecimiento también depende en gran medida de la eficacia de las políticas económicas internas que cada gobierno siga. Esas políticas pueden ser eficaces incluso en un ambiente internacional en general desfavorable.

Podemos concluir que actualmente la economía mundial se ha enfrentado a graves desequilibrios macroeconómicos entre los países industriales y por lo tanto a los efectos que tales desequilibrios han tenido en los países en desarrollo.

Para reducir los cuantiosos desequilibrios actuales en cuenta corriente y evitar el riesgo de una desaceleración de la economía mundial se precisa, en opinión de expertos como R. Dornbush, una reducción del déficit presupuestario de E.U. así como una demanda interna más fuerte en la República Federal de Alemania, Japón y de los países recientemente industrializados. Los países en desarrollo, por su parte, tienen que proseguir sus políticas internas, y al mismo tiempo, deben reducir sus transferencias netas de recursos para reanudar un crecimiento económico sostenido.

Los países en desarrollo y los acreedores deben acordar una reducción sustancial en los pagos de los débitos actuales, ya sea a través de quitas de capital, composición de intereses y/o reducción en las tasas de interés. Además es imprescindible la obtención de nuevos recursos para propiciar la inversión necesaria para permitir el desarrollo productivo de los países endeudados que les permita generar la riqueza suficiente para, en primera instancia, cubrir sus propias necesidades sociales básicas y, en segunda instancia, cubrir sus endeudamientos del modo menos disruptivo para el sistema financiero internacional.

1.1.2.- PARTICIPACION EN EL FINANCIAMIENTO AL TERCER MUNDO POR PARTE DE LOS ORGANISMOS FINANCIEROS Y DE LA BANCA A PARTIR DE LA II GUERRA MUNDIAL.

El sistema monetario internacional después del abandono del patron oro en los años 30's, necesitaba una nueva estructura para el funcionamiento "normal" de los flujos de comercio y capitales, y es a finales de la II Guerra Mundial cuando tiene lugar la construcción de ésta. Entre 1945 y 1950, E.U. se convierte en el principal acreedor internacional, y en el único capaz de financiar la reconstrucción de las economías destruidas por la guerra. Para lo anterior se crearon una serie de programas de los cuales queremos señalar los de ayuda multilateral creados en el seno de las Naciones Unidas (como el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional).

Entre 1951 y 1960 el objetivo estadounidense fue promover la recuperación de la producción en el extranjero.

En los 60's los países industrializados alientan a sus empresas a invertir en el extranjero con lo que la banca multinacional se expande y vigoriza. Asimismo, la creciente importancia de las instituciones financieras y de los mercados internacionales apresuró el ritmo financiero.

La crisis cambiaria de 1971, fue el factor más importante que alteró el crédito internacional, pues se registraron movimientos especulativos contra el dólar que obligaron a E.U. a declarar inconvertible su moneda.

A partir de 1973, la cuadruplicación del precio del petróleo permitió a los países exportadores convertirse en fuertes prestamistas en el mercado internacional, mientras que los países en desarrollo carentes de petróleo se convirtieron en fuertes prestatarios. La banca privada empezó a reciclar los excedentes a nivel mundial.

El crédito bancario a los países en desarrollo creció rápidamente durante los 80's porque el total del crédito otorgado por los bancos también se expandió rápidamente. El siguiente cuadro ilustra lo anterior:

CUADRO 8.
CREACION DE LIQUIDEZ INTERNACIONAL Y CANALIZACION A LOS PED
DE 1960 A 1983

AÑOS	INCREMENTO ACTIVOS EXTERNOS DE BANCOS COMERCIALES	INCREMENTO CREDITO EXTERNO NO CONCESIONAL CONCESIONAL A PED	INCREMENTO CREDITO BANCARIO PRIVADO A LARGO PLAZO A LOS PED	INCREMENTO CREDITO BANCARIO PRIVADO A CORTO PLAZO A LOS PED
1960	3041	1645	837	N.D.
1961	5136	2222	704	N.D.
1962	5919	1470	386	N.D.
1963	4542	1157	294	N.D.
1964	8700	1404	557	N.D.
1965	5600	1988	935	N.D.
1966	7600	2025	517	N.D.
1967	7600	2504	1102	N.D.
1968	19900	3813	1484	N.D.
1969	40600	4299	1674	N.D.
1970	29500	7260	3300	N.D.
1971	54300	8520	3600	N.D.
1972	55400	9070	5320	N.D.
1973	116500	15140	10280	N.D.
1974	92400	17920	10280	N.D.
1975	99900	22950	12420	N.D.
1976	132700	29540	16220	N.D.
1977	188700	34410	18700	16000
1978	292300	45560	26780	17000
1979	304000	38740	20350	16000
1980	322600	48800	24380	26000
1981	372700	53230	31080	22000
1982	157400	48500	26510	15000
1983	71400	56100	36500	-2000

N.D. no disponible

Fuente: FMI, Estadísticas Financieras Internacionales, varios números
OECD, Development Cooperation, varios números

Es importante señalar el hecho de que los organismos multilaterales no contribuyeron al aumento en la liquidez mundial. De 1975 a 1981, el uso del crédito del FMI se incrementó en menos de 6 mil millones de DEG's (Derechos Especiales de Giro) no obstante que en 1978 y 1986 se autorizaron aumentos generales de cuotas. Este es un hecho representativo de la política del FMI cuando el organismo acuerda aumentos generales de cuotas simultáneamente, reduce los porcentajes máximos de crédito que cada país puede obtener con relación a su cuota. El cuadro número 9 señala el uso del crédito del FMI:

CUADRO 9.
USO DEL CREDITO DEL FMI
POR GRUPOS DE PAISES
(millones de DEG's)

AÑOS	TOTAL	PAISES EN DESARROLLO	PAISES INDUSTRIALIZADOS	AUMENTOS GENERALES DE CUOTAS
1960	420	376	32	
1961	1437	760	665	
1962	1003	853	138	
1963	1088	1017	59	
1964	1436	910	516	
1965	3024	1080	1937	
1966	3021	1119	1897	*
1967	2482	1280	1200	
1968	3688	1382	2303	
1969	4011	1259	2752	
1970	3232	792	2440	*
1971	1340	842	497	
1972	1082	1082	-	
1973	1027	1027	-	
1974	3740	2262	1478	
1975	7435	4137	3298	
1976	12608	6913	5695	
1977	13078	6621	6456	
1978	10277	6170	4107	*
1979	7976	63160	1660	
1980	8486	7442	1044	*
1981	13367	12822	546	
1982	19310	19181	128	
1983	29899	29877	22	
1984	34905	24884	22	

Fuente: FMI, Estadísticas Financieras Internacionales

La posición de los organismos multilaterales frente al endeudamiento externo de los PED ha consistido en presionar a éstos a privatizar sus economías, abriéndose al mismo tiempo al comercio exterior y a la inversión extranjera, en tanto que a los países industrializados se les exhorta a renunciar al uso de medidas proteccionistas y a reanudar el financiamiento para el desarrollo.

Dentro de estos organismos podemos mencionar como más importantes a: el grupo Banco Mundial integrado por el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF), por la Asociación Internacional de Fomento (AIF) y por la Corporación Financiera Internacional (CFI); el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

Estas instituciones no tienen la capacidad de movilización de recursos necesaria para reemplazar a los acreedores privados como fuentes de capital externo, ni sería sostenible con las tasas de interés actuales una continuación del crecimiento de la deuda externa operado en los años que precedieron a la crisis. Su función más útil es la de apoyar en forma selectiva con análisis técnico y financiamiento, los esfuerzos de cambio ya emprendidos por los países y sus instituciones. Pasada la fase de ajuste inmediato, estos esfuerzos se concentrarán cada vez más en su campo de interés : el desarrollo a mediano plazo.

1.1.3.- CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL

Como se menciona anteriormente, uno de los principales factores que dieron origen a la crisis financiera internacional fue el incontrolado crecimiento de liquidez mundial.

Los restos de la II Guerra Mundial en Europa, permitieron que sólo E.U. con gran solidez económica y con excelente posición comercial proporcionara la liquidez internacional; el extenso desarrollo de su sistema bancario le permitió que el dólar se convirtiera en la principal fuente de liquidez.

E.U. expande el crédito para financiamiento de inversiones privadas en el extranjero a través de una derrama de dólares sin respaldo metálico. Estos flujos financieros ocasionaron un déficit en su balanza de pagos. Sin embargo se acepta esta indisciplina financiera por parte de los países europeos industrializados porque de esta forma lograrían su reconstrucción, asimismo, también se acepta porque la balanza comercial de E.U. era superavitaria y el déficit se debía básicamente a programas de ayuda.

Por otro lado, Europa no puede eliminar las devaluaciones y con esto, los movimientos especulativos de capital, llevando a estos países a restricciones en su comercio.

Todo lo anterior trajo consigo que la liquidez mundial aumentara en gran medida.

Cabe señalar también que a partir de que la OPEP elevó los precios del petróleo, el mercado estaba inundado de ganancias de la OPEP. Los bancos estaban ansiosos por prestar dinero, mientras que el Tercer Mundo estaba en disposición de pedir. De 1978 a 1982, la deuda del Tercer mundo pasó de 440,000 millones de dólares a 800,000 millones.

En 1979, el segundo aumento de precios de la OPEP, ayudó a hundir al mundo en recesión, haciendo necesario mas préstamos y refinanciamientos.

En 1981 Polonia fue la precursora de la crisis declarando que su país se encontraba en bancarota. Era imposible perdonar su deuda por lo que los préstamos fueron refinanciados mediante nuevos créditos.

En 1982, el secretario de Hacienda de México, Jesus Silva Herzog, declaró la moratoria. Esto inició la más profunda crisis por deuda de todos los tiempos. Posteriormente tuvieron lugar las reestructuraciones en diversos países, pero esto no alivió la carga del servicio de su deuda. El pago de los intereses está arruinando a los PED porque casi no se consigue nuevo capital para inversiones productivas. El resultado de esto es que el producto interno bruto de América Latina se ha reducido continuamente desde 1982. El servicio de la deuda, la falta de recursos frescos y las políticas proteccionistas de los países industrializados han impedido a los PED su crecimiento sin el cual estos países no podrán continuar pagando a sus acreedores.

1.1.4.- ENDEUDAMIENTO DE LOS PAISES EN DESARROLLO

El fenómeno global del endeudamiento externo de los países en desarrollo está estrechamente relacionado con la evolución reciente del sistema monetario internacional, o sea con los mecanismos establecidos para la creación de dinero internacional.

La mayor parte de los medios de pago internacionales se genera mediante el crédito bancario y representa, por lo tanto, deuda para alguien.

La crisis de la deuda de los PED generalmente se justifica debido a la baja rentabilidad de las inversiones realizadas con los recursos del crédito - a la cual se le atribuye la posterior incapacidad de pago de los PED -, la corrupción e ineficacia de los gobiernos deudores, etc.

Pero también debe cuestionarse el papel de las instituciones financieras como creadoras de dinero.

La evolución del sistema monetario internacional ha causado cambios en las relaciones económico y políticas de los países industrializados entre sí. Asimismo, ha dejado la expansión de los medios de pago internacionales sujeta a la concertación de políticas económicas de occidente y a la actividad especulativa de la banca privada trasnacional, que actúa libre del control de las autoridades monetarias nacionales e internacionales.

Gran parte de la deuda externa del Tercer Mundo se originó por la inequidad del sistema monetario internacional.

Durante la década de los 70's, los PED tuvieron que enfrentarse a la problemática que ocasionaron los fuertes aumentos en los precios del petróleo y el encarecimiento de las importaciones de los países industrializados, sin embargo su PIB real creció a una tasa anual promedio de 5.6 % de 1965 a 1980, impulsado en parte por la sobre oferta de créditos externos.

Es importante señalar que después de esta etapa de sobre oferta de créditos, los grandes PED han difícilmente logrado un crecimiento económico sostenido.

En 1974 el aumento en el precio del petróleo trajo consigo que los principales países productores de petróleo se encontraran con excedentes de capital, los cuales al depositarse en el mercado de eurodólares generaron un mayor volumen de transacciones. Se señala que el superávit petrolero produjo un incremento en el ritmo de expansión de la liquidez mundial.

Por otro lado, como respuesta al aumento en los precios del petróleo, los países industrializados implantaron políticas recesivas para reducir su consumo de hidrocarburos y mejorar su balanza comercial, lo que produjo una disminución en la demanda de créditos para inversión de las empresas transnacionales.

Esta disminución se vió compensada por la mayor demanda de los PED importadores de petróleo, los cuales debido a los fuertes aumentos que desde 1972 registraron los precios internacionales de productos agrícolas, habían sido reconsiderados como sujetos de crédito por la banca privada transnacional.

En 1979 ocurrió el segundo shock petrolero, lo que creó una renovada demanda de reciclamiento de financiamiento.

El monto de recursos frescos a largo plazo que recibían anualmente se triplicó desde antes del incremento en los precios del petróleo. A estos recursos se sumaban los créditos bancarios a corto plazo.

Como ya se mencionó anteriormente, los países industrializados pasaron a segundo término las políticas de ajuste cambiario por políticas deflacionistas restringiendo el crédito bancario. Sin embargo, los objetivos político-militares los comprometieron a realizar elevados gastos públicos en armamento lo que condujo a una elevación generalizada de las tasas de interés.

Es importante señalar la escasa importancia del FMI como creador de liquidez mundial.

Por otra parte los flujos financieros en términos concesionales que recibieron estos países durante los 70's mostraron un rezago respecto al valor de sus compras al exterior como lo muestra el cuadro 10:

CUADRO 10

IMPORTACIONES Y FLUJOS FINANCIEROS NETOS RECIBIDOS POR LOS PED DE 1970 A 1984
(millones de dólares)

AÑOS	AYUDA OFICIAL PARA EL DESARROLLO (1) (a)	CREDITOS NO CONCESIONALES (2) (b)	INVERSION EXTRANJERA DIRECTA (3)	TOTAL RECURSOS A LARGO PLAZO (1+2+3) (c)	RECURSOS DEL FMI	CREDITO BANCARIO A CORTO PLAZO	IMPORTACIONES PED
1970	8940	7260	3690	19890	1835	N.D.	71780
1971	10050	8520	3310	21880	2074	N.D.	81110
1972	10880	9070	4230	24180	2370	N.D.	90498
1973	14050	15140	4720	33910	2732	N.D.	126321
1974	17720	17920	1890	37530	5975	N.D.	199165
1975	22290	22950	10480	55720	10948	N.D.	231304
1976	21410	29540	8310	59260	14874	N.D.	247041
1977	21340	34410	9820	65570	15140	16000	293266
1978	22210	45560	11590	79360	14287	17000	343254
1979	29360	38740	13420	81520	13626	16000	408756
1980	39810	48800	10540	99150	17641	26000	537712
1981	33300	53230	17240	103770	24305	22000	587364
1982	37050	48500	11860	97410	30338	15000	560711
1983	35050	56100	7800	98950	46476	-2000	516165
1984	37200	41400	10400	89000	55834	-6000	510252

(a) Incluye donaciones privadas

(b) Oficiales y privados. Incluye créditos a la exportación

(c) A plazo mayor de un año

Fuente: FMI, Estadísticas Financieras Internacionales, anuarios
OECD, Development Cooperation, varios años

La inversión extranjera directa redujo su participación en el financiamiento externo total a los países en desarrollo de 19 % en 1970 a 11 % en 1980. El financiamiento bancario, en cambio creció aceleradamente. Los bancos transnacionales se encontraron con una demanda de créditos prácticamente ilimitada por parte de los PED, ya que las deudas que se iban acumulando demandaban mas créditos para cubrir su servicio.

La mayor parte de los créditos otorgados por la banca transnacional a los PED, fue a tasas de interés flotantes por lo que estos últimos se convirtieron en clientes cautivos de los bancos.

Aunado a lo anterior, las altas comisiones bancarias cobradas a los PED por la reestructuración de sus deudas, fueron incentivos adicionales para que los países industrializados mantuvieran sus políticas monetarias restrictivas. Mientras mas subían las tasas de interés, mayor era el reflujo de capitales.

1.1.5.- ETAPA DE LAS MORATORIAS, UNA RESPUESTA DEL SISTEMA FINANCIERO

La problemática del endeudamiento internacional se debe en gran parte al alto nivel de endeudamiento que presentan los PED, pero también considera las dificultades que confrontan una gran parte de estos países al tratar de cumplir con sus obligaciones de pago.

Cuando los países ven afectada su capacidad de pago del servicio de sus deudas, puede enfrentarse a los siguientes problemas que en grado de importancia son los siguientes:

1.- Falta de liquidez o incapacidad temporal o de corto plazo del deudor para efectuar pagos:

- a) Del principal
- b) De los intereses
- c) De ambos

2.- Insolvencia o incapacidad permanente o de largo plazo:

- a) del principal
- b) De los intereses
- c) De ambos

Se presenta en esta clasificación una progresión en cuanto a la gravedad de las implicaciones, donde 1 a) se manifiesta como suspensión temporal de pagos, pero sin atraso de intereses, y 2 c) como un caso de incumplimiento o quiebra de los deudores.

Las moratorias que se han presentado actualmente parecen ser principalmente debidas a elevaciones imprevistas en los costos de fondeo.

A partir del aumento en los precios del petróleo en 1973, los PED variaron sus fuentes de financiamiento de fondeo preferencial a fondeo no preferencial. Se encontraron de pronto expuestos a mayores tasas de interés y vencimientos más cortos de lo que había sido el caso con las fuentes de financiamiento al desarrollo, que hasta los años setentas, se derivaba de organismos de los gobiernos en forma de asistencia oficial al desarrollo (BM, BID y FMI).

La suspensión temporal por parte de México del servicio de su deuda en agosto de 1982, evidenció la crisis del sistema financiero internacional, no sólo por ser México uno de los dos prestatarios con mayores deudas, sino porque otras naciones, principalmente de América Latina, siguieron el ejemplo de México para suspender los servicios de sus deudas o pedir una reestructuración de pasivos a gran escala.

Los acontecimientos financieros del mes agosto de 1982 pusieron sobre aviso a la comunidad bancaria internacional, quien de inmediato suspendió la concesión de nuevas líneas de crédito no sólo a México, sino a los demás países deudores latinoamericanos, provocándose un fenómeno de astringencia crediticia que desembocó más tarde en una ola de renegociaciones bilaterales de los países soberanos con sus respectivos acreedores bancarios : entre 1983 y 1985 , 14 países latinoamericanos firmaron 19 acuerdos de reestructuración y 12 acuerdos de refinanciación por una suma cercana a los 15 mil millones de dólares (mdd), de los cuales, aproximadamente el 77 % corresponde a la renegociación de 4 países : Argentina, México, Brasil y Venezuela.

La crisis de endeudamiento externo fue el resultado de la evolución desfavorable de varios factores externos que se aunaron a la reducción del crédito bancario iniciada en 1981-1982.

CAPITULO II.- MERCADO DE DEUDA EXTERNA

2.1.MERCADO SECUNDARIO

En el siglo XIX y hasta la II Guerra Mundial, la mayor parte de la deuda de los PED, tuvo la forma de bonos comercializados en mercados organizados y en manos del público. La deuda de post-guerra, al contrario, se debe a bancos comerciales e instituciones financieras, por lo tanto no hay buenas cotizaciones de precios que puedan ser usadas como medida de la calidad de las deudas. Algunas de las deudas de los PED han sido intercambiadas entre bancos, vendidas entre bancos y ahora han sido también vendidas a instituciones no-bancarias. El mercado también se ha centrado en el intercambio de deuda por inversión. Este punto se tratará más adelante.

El mercado de la deuda de los PED se comporta como un mercado de productos. Los tenedores del papel prefieren almacenarlo hasta que existan mejores condiciones en el mercado y precios más altos.

Una de las anomalías que se presentan es que los precios de la deuda de un país varían notablemente. Asimismo existen grandes diferencias entre los precios de las deudas de los diferentes países.

El papel que se comercia puede ser deuda soberana o deuda para intercambio de deuda por inversión. Los precios de las deudas de algún sector privado o deuda de los PED que es inelegible son más bajos.

Generalmente en este mercado, los negocios que se llevan a cabo incluyen un número indefinido de intercambios de deudas. Es decir, se intercambia papel de deuda de un país por deuda de otro país y así sucesivamente. Lo anterior trae consigo una distorsión de los precios.

A pesar de sus inconvenientes, el mercado secundario de la deuda de los PED ayuda a dar liquidez a la cartera de los bancos.

Es importante señalar que este mercado aún es pequeño. El volumen de comercio de la deuda de los PED, principalmente de Latinoamérica, se estima aumentó de alrededor de 2 billones de dólares en 1985 a 6 billones en 1986, lo cual nos muestra que en comparación con la deuda externa de Latinoamérica de aproximadamente 380 billones de dólares, este mercado no es significativo.

El mercado ha cambiado significativamente a pesar de su corta existencia. El shock más grande que tuvo, fue cuando el Citicorp anunció en mayo de 1987 su gran provisión de reservas. Esta medida fue tomada también por otros grandes bancos, lo que ocasionó que el mercado cayera repentinamente. La rápida caída en los precios así como las pérdidas que tuvieron algunas instituciones, dieron lugar a que existen pocos bancos e inversionistas que se encuentran en posición de comprar papel de deuda.

El Sr. Martin Shubert del European Inter American señaló en un discurso al Instituto Internacional de Investigaciones, algunas de las frecuentes transacciones en el mercado de la deuda de los PED:

A) La técnica más común para los bancos es el intercambio de sus deudas de los PED por otras deudas de otros PED.

B) Otra posibilidad es dar un activo de alto precio por otro de menor precio y obtener un significativo importe de efectivo.

C) Pagar en efectivo para comprar activos y dar a cambio uno menos atractivo, el cual su precio es más bajo en el mercado secundario. Los intercambios de activos son mejores para los bancos que las ventas de sus deudas. Las cesiones de este tipo son útiles en la evasión de reglas contables aplicables a la adquisición de activos, lo cual sería inevitable en una transacción de venta en donde el descuento es evidente.

D) Existe también el uso de recibos de impuestos retenidos pagados sobre los créditos. Durante el auge de los préstamos sindicados, los créditos tenían el beneficio de utilizar los recibos de impuestos retenidos como evidencia de impuestos pagados al país deudor. Esto contribuía a disminuir los impuestos sobre ingresos en los países deudores. Este tipo de beneficios continúa en los acuerdos de reestructuración en el caso de pagar impuestos a los deudores.

E) El intercambio entre las deudas de los PED se ha visto complementada también por una variedad de instrumentos financieros tales como bonos cupón cero, diferentes clases de valores, etc.. Por ejemplo en Colombia, Venezuela y Chile se han emitido pagarés con vencimiento a 8 años, los cuales han sido intercambiados por deuda soberana más efectivo.

F) Este mercado incluye transacciones de intercambio de deuda por inversión. Durante el tiempo que estuvo abierto el esquema mexicano, este guiaba al mercado secundario. Surgió una gran actividad en la deuda mexicana puesto que compañías prepagaron su deuda con Ficorca.

Aún cuando existen diversas alternativas para comerciar con la deuda de los PED en el mercado secundario, podemos decir que los montos que se comercian no son significativos, lo que se explica, entre otros, por el problema de incertidumbre fiscal. Asimismo, como se indicó anteriormente una sola transacción, involucra un número indefinido de compradores.

Un problema general es el tratamiento fiscal poco benévolo que recibe el reconocimiento de las pérdidas a través de la venta de la cartera con descuento (1).

2.2.- ALTERNATIVAS PARA EL REPAGO DE LA DEUDA

El servicio de la deuda requiere que un país se encuentre en condiciones favorables tanto en su balanza de pagos como en su balanza comercial. Para lograr lo anterior, este debe aumentar su producción y mejorar su calidad de manera que sus productos

sean competitivos en el mercado internacional. Por otro lado, las condiciones actuales del comercio internacional no permiten aumentar las exportaciones, lo que nos conduce a que no sólo debe atacarse los problemas internos del país, sino que deben mejorarse las relaciones internacionales con el fin de mejorar el desequilibrio internacional que actualmente prevalece.

Las condiciones adversas que se han presentado para los países deudores ante el pago del servicio de su deuda, como son la caída de los precios internacionales del petróleo, el alza en las tasas reales de interés internacionales, los términos injustos de intercambio comercial, etc., han traído consigo la búsqueda de nuevas alternativas para la reducción de los montos de la deuda así como la reducción en los pagos de intereses. Los países deudores buscan la manera de reducir las transferencias al exterior con el fin de recuperar su crecimiento económico.

Entre algunas de las alternativas que se han presentado, es importante señalar las siguientes:

2.2.1.- ESQUEMAS DE REESTRUCTURACION

Cuando un país tiene graves problemas de liquidez internacional para continuar cumpliendo con el servicio de sus deudas, puede emplearse una reestructuración de su deuda o renegociación, que es básicamente la extensión o alargamiento de sus plazos.

Esta medida se utiliza cuando la nación deudora atraviesa por una situación crítica en la balanza de pagos y en el sistema económico general, y su empleo es mejor que permitir el incumplimiento del crédito externo.

La iniciativa de la renegociación parte generalmente del deudor, el cual ante una situación de emergencia en su balanza de pagos y para evitar la moratoria, solicita a través de uno de sus principales acreedores el inicio de las pláticas a negociar.

Las deudas que se reestructuran corresponden casi exclusivamente a créditos comerciales, rara vez a los provenientes de organismos internacionales ni de emisiones de bonos y colocaciones privadas.

Las características de las condiciones financieras de los acuerdos de reestructuración han sido de tipo comercial, pues se basan en que estas son operaciones excepcionales. Deben distinguirse con la forma normal de manejo de préstamos financieros externos. Estas características cuentan con una enorme diversidad por lo que no se puede obtener pautas generales.

Asimismo, no podemos enmarcar las consecuencias que tiene una reestructuración de deuda. De manera muy generalizada, podemos decir que las medidas de reorientación económica derivadas de una reestructuración de la deuda externa en los países deudores son:

- a) Devaluación de la moneda del país deudor al tiempo de la renegociación.
- b) Incorporación a un programa de estabilización con el apoyo del FMI, y adopción de cambios importantes en la política financiera, monetaria y cambiaria.
- c) Pueden darse cambios radicales en sus regímenes políticos.

Es importante señalar que aún cuando la reestructuración también tiene efectos positivos como son reducción en tasas de interés, disminución del déficit del sector público, aumento de los ingresos de divisas por exportaciones, etc., en la mayoría de los países deudores las condiciones que dieron lugar a la reestructuración no se eliminan. Es por esto que en ocasiones tienen lugar segundas reestructuraciones, pues se vuelve a la situación de emergencia que prevaleció en la primera vez.

El papel que juega el FMI en la reestructuración es relevante tanto en el momento mismo de la reorganización, como en la implantación de medidas correctivas correspondientes.

Uno de los objetivos principales de la reestructuración es reanudar la confianza para evitar una suspensión de la corriente de recursos financieros a los países deudores.

Diversos países se han encontrado ante las situaciones de reestructurar su deuda. El siguiente cuadro comparativo muestra las diferentes condiciones financieras que lograron los países que se indican:

CONDICIONES DE DISTINTAS REESTRUCTURACIONES

	MEXICO	ARGENTINA	BRASIL	CHILE	URUGUAY
Plazo (años)	8	7	8	8	6
Periodo de Gracia (años)	4	3	2 1/2	4	2
Diferencial sobre:					
-Libor	1.875	2.125	2.125	2.125	2.25
-Prime	1.75	2.00	1.875	2.00	2.25
Comision (%)	1.00	1.125	1.50	1.25	1.25
Plazo Promedio de amortización (meses)	72	60	63	72	48

2.2.2.- CAPITALIZACION DE PASIVOS

El problema de la deuda tiene 2 aspectos. El primero es que los deudores no pueden dar servicio a sus deudas como se contrataron. Las naciones deudoras carecen de recursos y requieren inversiones en sus economías para crecer y por lo tanto para cumplir adecuadamente el servicio de sus deudas. Por el lado de los acreedores, los pequeños bancos quieren evitar una reestructuración. Las naciones deudoras no tienen dinero para pagarles y los grandes bancos tampoco quieren hacerlo dado el alto riesgo. Asimismo, el descuento al que se manejan las deudas de los PED, indica la calidad de éstas. Los acreedores evitan dar financiamientos adicionales a las naciones deudoras. En lo que basan su atención es nuevas formas de liquidación de las deudas sin tener pérdidas masivas en su cartera.

El intercambio de deuda por inversión (SWAPS) emergió como una atractiva solución a la deuda. Claramente no la solución, pero si una contribución a aligerar el peso de esta.

Aparentemente su mérito consiste en resolver dos problemas a la vez: permite a los bancos vender sus préstamos sin una disminución masiva en los precios de estos; los deudores pueden reducir su deuda externa y al mismo tiempo impulsar la inversión extranjera (2).

Desde su puesta en marcha en Chile (1985) y Brasil, el mecanismo de capitalización de pasivos se ha venido utilizando en un creciente número de países. Surge como un fenómeno de mercado a partir de la existencia de fuertes descuentos en la deuda de varios PED. La oferta la inician los bancos que desean reacomodar su cartera y promover mejores activos en un intento que no busca liquidar la deuda sino darle mayor liquidez.

En este instrumento de mercado, puede apreciarse un mecanismo muy simple, en el que interviene la entidad que compra la deuda en dólares con descuento; el sector público que la paga en su propia moneda, recibiendo también parte del beneficio del descuento, y las empresas y proyectos de inversión hacia los que se orientan dichos recursos.

Como ya se ha dicho se busca darle mayor liquidez a la deuda, pero no es ese el único impacto que se busca. Asimismo se requiere la necesidad de autorizar el destino de esos fondos para garantizar su inversión productiva. El destino final de estos recursos debe orientarse a proyectos capaces de generar divisas en proporciones significativas. El triángulo deuda-inversión-generación de divisas constituye la esencia de la filosofía del mecanismo de conversión (3).

El tema de los SWAPS incita a la polémica. Se piensa que es la solución al problema de la deuda, así como por el contrario que beneficia a las transnacionales y afecta la autonomía financiera del país deudor.

Consideramos necesario señalar que no debería haber duda que la capitalización de pasivos entre empresas privadas y sus bancos comerciales acreedores es apropiada. Así como, no debería haber objeción a la inversión extranjera directa.

La principal dificultad es que la capitalización de pasivos incrementa al presupuesto el subsidio por las naciones deudoras que permitirá salir a los bancos extranjeros y entrar a los inversionistas (4) debido a que deberán financiar la recompra de la deuda a los inversionistas extranjeros por lo que deberá obtener moneda local para pagar el SWAP. Según Pedro Aspe Armella, si se obtiene el dinero del Banco Central, el resultado sería una presión inflacionaria, junto con las pérdidas de reservas internacionales. Si se obtiene en el mercado mediante la emisión de deuda pública interna, el resultado será una presión al alza en las tasas de interés internas. Se reduciría deuda externa y se aumentaría deuda interna y por la tanto su servicio.

Segun Dornbush habría una reducción neta de intereses si la nación deudora puede apropiarse la mayor parte del descuento al que se negocia la deuda y si la tasa de interés doméstica real (en dólares) no es muy alta en relación al costo del servicio de la deuda externa.

Por otro lado, Aspe también señala que si una empresa se establece o se expande con la ayuda de los SWAPS el costo de su capital será más bajo que el de otras empresas de la misma industria, dando lugar a una competencia desleal.

Considerando otros puntos de vista, también se afirma que este mecanismo puede ser utilizado según los planes de ajuste y las prioridades de cada gobierno con la finalidad de atraer la inversión extranjera. Es importante señalar la estrecha relación que existe entre la inversión extranjera y el desarrollo tecnológico, siendo este último una necesidad imperante en los PED, lo cual se contempla en la estrategia de promoción selectiva en el esquema de capitalización de pasivos.

Asimismo, este mecanismo reduce el apalancamiento y promueve recursos para inversión con una prima adicional de rentabilidad que de otra manera no se podría dar.

Se considera que este mecanismo no es la panacea para resolver el problema de la deuda; los montos capitalizados son muy pequeños y de darse una demanda importante se desvanecería.

Aún cuando la capitalización de pasivos promueva la inversión extranjera, no podemos considerar a esta última como la solución al problema de la deuda.

En países cuya situación económica esta mejorando, que cuentan con un buen marco de políticas y donde existen buenas perspectivas de demanda interna, su monto comienza a coadyuvar a fortalecer el llamado círculo virtuoso. Se ausenta donde existe una economía endeudada, con problemas de pago y gran incertidumbre (5).

2.2.3.- PLAN BAKER

En octubre de 1985, durante la reunión anual del FMI y el BM en Seul, el Secretario del Tesoro de EUA, James Baker propuso un plan para combatir la crisis del endeudamiento.

En este plan se indicaba que debería darse un tratamiento país por país y no en forma global. Asimismo, reconoce la corresponsabilidad de los países deudores, los países acreedores, la banca internacional y los organismos financieros multilaterales.

Para tener acceso a los recursos del plan, se les pide a los países deudores adopten ciertas políticas que consisten básicamente en:

- a) Liberalización del Comercio exterior.
- b) Estimulo a la inversión privada, nacional y extranjera mediante reformas fiscales y al mercado de trabajo
- c) Eliminación de controles a salarios, precios y tasas de interés, permitiendo que se determinen libremente en el mercado.
- d) Reducción del papel del gobierno en la economía.
- f) Disminución del déficit presupuestal.

Del BM y el FMI se requiere mantengan su papel rector conforme a lo siguiente:

- a) Mayor participación del BM en créditos de apoyo a los programas de ajuste estructural acordados con el FMI.
- b) Que el BM destine mayores recursos para garantizar créditos de la banca comercial a los países deudores.
- c) Que a través de la Corporación Financiera Internacional, el BM fomente la inversión extranjera en los países deudores.

A la banca comercial privada se le pedía incrementar los préstamos a los países fuertemente endeudados.

El plan prevee un financiamiento adicional a los países deudores por un total de 47,000 mdd repartidos entre 1986 y 1988.

Estos recursos procederían de los bancos comerciales (20,000 mdd) y de organismos financieros multilaterales (27,000 mdd) principalmente del BM y del FMI. A los bancos comerciales se les pidió aumentar sus créditos a los principales deudores entre 2 y 3 % anual durante 3 años, lo que equivaldría a 20,000 mdd.

Este plan recibió el apoyo de los PI pero no así de la banca comercial ni de los países deudores.

La banca comercial indicó que los gobiernos deberían de participar también en el financiamiento adicional con iguales montos que la banca comercial y que los organismos financieros. Asimismo señala que los gobiernos deberían garantizar a los bancos comerciales los créditos otorgados a los países deudores. También hacen notar que no se señala ninguna medida para relajar las disposiciones legales que impiden a los bancos otorgar nuevos créditos a sus clientes morosos.

Por su parte los PED señalaron que los recursos destinados eran insuficientes para enfrentar la crisis y que no se daba solución a los problemas que habían originado el endeudamiento como el proteccionismo, altas tasas de interés en el exterior, deterioro en sus términos de intercambio, entre otras.

2.2.4.- PLAN MIYAZAWA

Este plan fue propuesto por el ministro de finanzas de Japón, Kiichi Miyazawa, en junio de 1988.

Miyazawa indica que los PED deben mejorar su capacidad de pago por lo que se debe incrementar el flujo de recursos a esos países. En este momento la banca no se encuentra en posibilidades de otorgar nuevos créditos; sería esta tarea responsabilidad de los organismos multilaterales como el Banco Mundial o los organismos bilaterales como el Exim-Bank de Japón. A continuación se presenta una síntesis del mecanismo propuesto:

1.- Sería requisito indispensable que el país deudor adopte un plan de ajuste estructural a mediano plazo bajo la coordinación del FMI.

2.- Parte de la deuda externa se intercambiaría por bonos a largo plazo. El principal, aunque no los intereses, estarían garantizados por las reservas internacionales del país y por los recursos obtenidos de la venta de industrias para-estatales. Esta garantía estaría depositada en algún lugar neutral como podría ser el FMI.

3.- El resto de la deuda externa se reestructuraría con periodos de gracia de hasta cinco años durante el cual los intereses se disminuirían, se pospondrían o se eliminarían según las necesidades del caso.

4.- Los organismos multilaterales y bilaterales incrementarían el flujo de recursos hacia los países que hayan cubierto los tres puntos anteriores.

Para marzo de 1989, Japón mantenía pláticas con México, Costa Rica y Filipinas sobre la posible adopción de este plan.

2.2.5.- PLAN BRADY

Nicholas F. Brady, secretario del Tesoro de E.U. presentó esta nueva propuesta a principios de 1989. Este plan busca la solución al problema de la deuda externa de los PED, así como la recuperación de su capacidad crediticia en un periodo de 3 años. Este plan maneja el concepto de que estos países requieren de lograr un crecimiento para solucionar sus problemas y para fomentar este crecimiento necesitan recursos del exterior. La aplicación de este plan deberá ser caso por caso. Presentamos una descripción breve de los puntos importantes de este plan:

- 1.- La banca comercial voluntariamente reduce en alrededor del 30% el monto total de la deuda, disminuye la tasa de interés y amplía los plazos de crédito a los países que hayan adoptado políticas macro-económicas y estructurales para promover el crecimiento de sus economías.
- 2.- Se tratará que el Banco Mundial y el FMI garanticen reestructuración de deuda para evitar pérdidas a la banca comercial.
- 3.- Japón otorga créditos adicionales a los países endeudados que adopten políticas de crecimiento.

2.2.6.- BONOS CUPON CERO

El 29 de Diciembre de 1987, la SHCP y el Departamento del Tesoro de EUA anunciaron un nuevo programa para sustituir parte de la deuda externa del sector público por nuevos bonos mexicanos a largo plazo. El gobierno mexicano compraría los llamados "bonos cupón cero" emitidos por la Tesorería de EUA que tendrían el mismo plazo que los bonos mexicanos, con el fin de garantizar el pago del capital de sus bonos.

El objetivo de este plan fue el de reducir el monto del saldo de la deuda externa y los pagos de intereses sobre ésta, así como de mejorar el perfil de sus amortizaciones y asegurar desde ahora la fuente de pago de los nuevos bonos emitidos reduciéndose su impacto negativo en las posibilidades futuras del país. También considera el dar a los acreedores garantía sobre los pagos de capital.

La señalado anteriormente se lograría sin hacer uso excesivo de las reservas internacionales del país.

El monto total que podía intercambiarse fue alrededor de 52000 mdd, de los cuales 43000 correspondían a una parte de la deuda con bancos comerciales previamente reestructurada y 9000 mdd a nuevos préstamos de bancos otorgados a México en 1983 y 1984.

DESCRIPCION DE LA OPERACION

- 1.- México ofreció a sus acreedores bancarios el intercambio con descuento de una parte de su cartera de deuda pública reestructurada por nuevos bonos mexicanos a largo plazo.

2.- Se requirió la conformidad de la mayoría de los bancos acreedores del país a efecto de que la emisión cuente con la garantía colateral de los "bonos cupón cero" de la Tesorería de EUA. Lo anterior fue en virtud de que en los convenios de reestructuración de nuestra deuda y en los contratos de crédito de recursos frescos suscritos por México anteriormente, se establece que nuestro país no otorgará preferencias al cubrir sus adeudos externos. Esta fase se concluyó el 5 de febrero de 1988.

3.- Se realizó una subasta de bonos el 26 de febrero de 1988.

4.- Se llevó a cabo la emisión de los bonos. Su monto dependió del resultado de la subasta. México consideró el descuento ofrecido por los bancos para aceptar sus propuestas.

5.- Simultáneamente, México compró "bonos cupón cero" por un monto que a su vencimiento genere una cantidad equivalente al pago del capital de los bonos emitidos por el gobierno mexicano. Para esta compra se utilizaron parte de las reservas internacionales del país. El volumen de reservas utilizadas dependió del monto de los nuevos bonos mexicanos a emitir.

Los "bonos cupón cero" son obligaciones del gobierno de EUA cuyo rendimiento de intereses no se paga en efectivo al inversionista, sino que se capitaliza en forma automática hasta su vencimiento a la tasa de interés pactada el día de su emisión.

6.- Al vencimiento de los "bonos cupón cero" la Tesorería de EUA entregaría al gobierno mexicano su valor capitalizado con lo que el pago del principal de los bonos mexicanos quedaría asegurado sin tener que recurrir a financiamiento ni a las reservas del país para su pago.

7.- Los "bonos cupón cero" representan además de inversión de las reservas, una garantía colateral para el principal de los bonos mexicanos.

8.- En lo que se refiere al monto del descuento, es importante señalar que si bien en el mercado secundario la deuda mexicana se cotizaba a 50 % de su valor nominal, este precio es pagadero en efectivo y los montos que se manejan constituyen ofertas que generalmente efectúan bancos pequeños o regionales y que no resultan significativos.

CARACTERISTICAS DE LA OPERACION.

Las condiciones financieras de los bonos mexicanos:

Plazo de amortización: pago único en el año veinte de su emisión

Tasa de interés: 1 5/8 % sobre Libor

Aún cuando el diferencial resulta mayor que el de la deuda reestructurada (.8125), debe considerarse que el perfil de vencimientos se mejora en virtud de que no se efectúa ningún pago de principal sino hasta el año 2008, mientras que en la deuda reestructurada se inician los pagos de principal a partir del año 1994.

En cuanto a la condicionalidad de la transacción, no existe restricción alguna en materia de política económica, frente a ningún gobierno u organismo financiero internacional.

Dado que se trató de una operación voluntaria, la deuda elegible (su monto se indicó anteriormente) de los bancos que no participaron en la subasta o de aquellos que ofrecieron un bajo descuento y México no aceptó sus ofertas, seguirá tratándose de acuerdo a los convenios. Asimismo, podría ser tratada de acuerdo a nuevas operaciones que México pudiera plantear en el futuro.

RESULTADOS DE LA OPERACION.

Durante la subasta celebrada el 26 de febrero y cerrada el 30 de marzo de 1988, 139 bancos acreedores de 18 países propusieron por escrito 320 ofertas que indicaban la cantidad y el tipo de deuda que deseaban intercambiar, así como el descuento ofrecido.

El total de ofertas fue de 6,700 mdd de los cuales México aceptó 3,665 mdd de 95 bancos a un precio de 69.77 centavos por cada dólar de deuda antigua, es decir, un descuento promedio de 30.23 %. De acuerdo a lo anterior, el valor nominal de los nuevos bonos mexicanos emitidos para cancelar deuda anterior por 3,665 mdd fue de 2,557 mdd lo que disminuyó en 1,108 mdd el monto del saldo de la deuda y también se mejoró el perfil de amortizaciones como se indica en el siguiente cuadro:

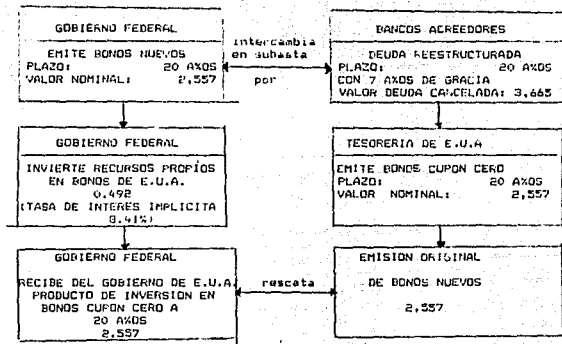
PROGRAMA PARA LA AMORTIZACION DE LA DEUDA REESTRUCTURADA DEL SECTOR PUBLICO (cantidades en miles de mdd)

ANO	ACTUAL	DESPUES DEL CAMBIO
1988-1993	0.0	0.0
1994-2000	15.4	14.1
2001-2007	29.1	25.7
2008	0.0	2.6
TOTAL	43.5	42.6

Además, el ahorro por concepto de pago de intereses durante los siguientes 20 años fue de 1,537 mdd.

El volúmen de reservas utilizado para la compra de los "bonos cupón cero" fue de 492 mdd con lo que se aseguró desde ahora el pago de 2,557 mdd por concepto de principal de los bonos emitidos por México.

Para comprender mejor esta operación, el siguiente diagrama muestra su mecanismo:



RESULTADO NETO

DEUDA REESTRUCTURADA CANCELADA	3,665
BONOS NUEVOS	2,557

REDUCCION NETA DE DEUDA 1,108

Además de los ahorros logrados, los resultados pueden considerarse satisfactorios en virtud de que es la primera operación internacional en la que el país deudor "captura" el descuento de su deuda. El deudor capta para su beneficio la diferencia entre el valor nominal de la deuda y su precio de mercado.

2.3.- EXPERIENCIA DE CAPITALIZACION DE PASIVOS EN PAISES COMO BRASIL, ARGENTINA, CHILE Y VENEZUELA.

2.3.1.- Brasil

El ambiente político y económico prevaleciente en Brasil no parece ser un atractivo para los inversionistas y bancos extranjeros para invertir en los mercados accionarios de Brasil. Sin embargo los inversionistas extranjeros se interesan cada vez más por invertir en los mercados brasileños siendo este interés cada vez mayor a partir de noviembre de 1987, fecha en que tomó vigencia la Resolución 1416 del Banco Central la cual regula el programa actual de Brasil de conversión de deuda por capital. Adicionalmente, en febrero de 1988 se emitieron otros documentos para la legislación del programa. Las conversiones anteriores al 20 de julio de 1987, se rigen por la carta circular no. 1125.

Los fondos pueden ser deuda del sector público o privado en depósito en el Banco Central. Para la conversión es requerida la autorización de la Comisión de Valores Mobiliarios.

La deuda elegible para conversión en este programa es la siguiente:

- 1) Obligaciones extranjeras a mediano y largo plazo a nombre de entidades del sector público o privado (préstamos y financiamiento) registrados en el Banco Central de Brasil y sus respectivos cargos.
- 2) Depósitos en moneda extranjera en el Banco Central de Brasil, refiriéndose a pagos de principal vencidos de deuda externa y los intereses devengados por esta deuda durante la moratoria reciente.
- 3) Depósitos en moneda extranjera en el Banco Central, realizados bajo el artículo 1 de la resolución 1263 del Consejo Monetario Nacional con fecha 20 de febrero de 1987 y sus respectivos cargos. Las obligaciones referidas en el art. 1 pueden ser intercambiadas por inversión esten o no los derechos del acreedor en el extranjero u obligaciones correspondientes en Brasil que hayan sido asignadas a terceras partes.

La deuda convertida del sector público de Brasil, los estados, el Distrito Federal, territorios y municipios deberá ser utilizada por la parte capitalizada (que debe ser entidad del sector público) para el repago de préstamos gubernamentales o deuda del sector público.

En el sector privado, la mitad de las ganancias de la deuda convertida deben invertirse en el norte, región menos

desarrollada de Brasil. Debe invertirse en nuevos proyectos de inversión o en un fondo de inversión extranjera que invierta en la bolsa de valores de Brasil. A diferencia del sector público, el cual esta exento de proceso de subasta, el sector privado debe llevar a cabo este proceso. Los fondos invertidos en Brasil deberán permanecer en el país por un periodo de 12 años a partir de la fecha de capitalización y el Banco Central tiene el poder de expedir criterios específicos para la remesa de las ganancias o dividendos por un periodo superior a 4 años si la balanza de pagos así lo requiere.

Los inversionistas que hayan utilizado el programa deberán depositar en el Banco Central un monto por lo menos igual al monto convertido antes de que se les permita remitir utilidades de capital o repatriar capital de cualquiera otra inversión previamente realizada en Brasil.

Las ganancias de la conversión no pueden ser utilizadas para la compra de inversiones de inversionistas extranjeros al menos que estos fondos sean reinvertidos en Brasil por el inversionista extranjero vendedor. Las ganancias de la conversión reinvertida estarán sujetas a las restricciones del programa.

El programa brasileño es considerado en general por los inversionistas como una fuente de financiamiento en un país donde no hay los créditos extranjeros ni financiamiento a largo plazo a un costo económico.

Así como en los programas de conversión de otros países, existen quienes se encuentran a favor de éste y quienes no. Los primeros consideran que el programa puede fortalecer los mercados accionarios brasileños. Asimismo se piensa que una parte de la inversión que debe efectuarse en la economía brasileña, podría realizarse a través de la conversión de deuda.

Quienes no están totalmente de acuerdo con esta nueva regulación señalan que con esta regulación no reciben el mismo tratamiento el acreedor original y el comprador del crédito. Es decir, que el acreedor original ha pagado en efecto 100 % por un crédito para ser convertido. Sin embargo el comprador puede comprar el crédito por decir a un 60 % de su valor nominal, por lo que el comprador requiere mucho menos inversión que el acreedor original para lograr una determinada tasa de retorno a través de la conversión.

También hay quienes consideran el descuento impuesto a los acreedores originales como un castigo y señalan que para el país reciba un monto considerable de recursos a través de la conversión, el descuento deberá ser muy pequeño. Otros banqueros se preocupan por las cláusulas que restringen la remesa de dividendos, ganancias y el retorno de capital. Señalan que la tradición de Brasil no había sido hasta ahora la restricción de estos últimos.

Es importante también hacer notar que en esta regulación se establece que el 50 % de las ganancias de la deuda convertida

debe invertirse en la región noroeste del país de Brasil (la región menos desarrollada) lo cual es considerado por los inversionistas como un alto porcentaje.

Lo principal en este esquema es, como señala el Sr. Carlos Geraldo Langani, considerado el padre de la conversión de deuda en Brasil por el programa que elaboró en 1982, que la conversión es un mecanismo creado por el mercado para hacer viable la inversión en un escenario de incertidumbre y no para renegociar la deuda externa.

2.3.2.- Argentina

El esquema argentino anunciado originalmente en 1986, fue modificado en noviembre de 1987. Este programa se rige por el Plan de Financiamiento de 1987 Resolución 520, Comunicación A 1035.

El Sr. Juan Sommer, subsecretario de Estado para política económica, afirma que este programa no tuvo el objetivo de reducir la deuda externa por un monto significativo sino que es un mecanismo para estimular la inversión en el sector privado.

Este país se interesó principalmente en el potencial del esquema para la inversión siendo cauteloso con los efectos inflacionarios que este conlleva.

En sus inicios este programa fue criticado negativamente por ser excesivamente restrictivo. Existía una cláusula que obligaba al inversionista a financiar con fondos de otras fuentes, la mitad de cada proyecto aprobado para la inversión. Además la conversión a moneda local debía ser a la tasa de cambio oficial en lugar de la tasa paralela que en ocasiones ha sido superior hasta por un 40 %. Las reformas económicas que se dieron en 1987 dieron lugar a un cambio en el programa. Hubo cambios en la regulación del mercado de divisas que hicieron más atractivo el esquema de conversión, también la cláusula referida anteriormente fue retirada del programa, y ahora permite hasta un 70 % de la inversión para fondearse con el esquema de conversión.

El programa argentino esta permitido a tenedores residentes o no de la deuda elegible, así como a inversionistas extranjeros sujetos a la Ley de Inversiones Extranjeras. Los inversionistas que causen que los acreedores extranjeros presenten al Banco Central deuda elegible para conversión también podrán utilizar el esquema.

La deuda que se puede convertir es toda clase de deuda del sector público excepto créditos a corto plazo y deuda garantizada por entidades no argentinas. Los bonos emitidos bajo el Plan de Financiamiento de 1987 (exit bonds) son elegibles sólo 8 años después de su emisión. También son elegibles para conversión los préstamos del sector privado asegurados por bonos o pagarés del gobierno argentino.

La aprobación del proyecto para la conversión se basa en elegibilidad dada por el esquema de conversión. Son inversiones sujetas a conversión la compra de nuevo equipo o bienes tangibles, la creación de nuevas plantas o incremento de su capacidad existente. También se consideran las inversiones que incrementan la eficiencia o productividad de industrias de servicios. Los proyectos con potencial de exportación y los grandes proyectos industriales tienen prioridad.

El mecanismo consiste básicamente en lo siguiente: para participar en el proceso de subasta, las propuestas deben ser presentadas incluyendo un calendario de desembolsos a la subsecretaría la cual deberá calificar la elegibilidad del proyecto en 45 días siguientes a la recepción de la propuesta. Tres días anteriores a la subasta, el inversionista deberá depositar el equivalente al 1% del valor nominal de la deuda por convertir. Los inversionistas deberán hacer ofertas para las cuotas bi-mensuales determinadas por el Banco Central. El nivel de descuento (6) ofrecido será el factor determinante en la evaluación del oferente.

El inversionista podrá financiar todo el esquema a través del esquema de capitalización sin la necesidad de competir cada dos meses para la siguiente cuota. Una vez convertidas las obligaciones, son efectivamente canceladas. A cambio el inversionista recibe un depósito pagadero en australes a través de un banco local actuando por cuenta del Banco Central.

La porción de las ganancias que se deriven de la conversión de deuda deberán depositarse en una cuenta de depósito en moneda extranjera con un banco aprobado por un periodo de 10 años. El inversionista extranjero podrá transferir la inversión a otra entidad después de 3 años. La inversión de capital derivada de la conversión no podrá ser repatriada por el inversionista extranjero por 10 años y los dividendos de este capital podrán ser remitidos sólo después de 4 años.

La primera subasta llevada a cabo en Argentina fue el 20 de enero de 1988, ofreciéndose 50 millones de dólares de deuda externa por convertir y las ofertas presentadas totalizaron 106 mdd.

La efectividad del esquema parece depender de los prospectos para la estabilidad política y económica del ambiente en general para la inversión en Argentina.

La tasa de intercambio ofrecida por el esquema así como el valor del papel de deuda argentino en el mercado internacional hace que las tasa interna de retorno duplique a cualquier inversión realizada a través de otros medios.

El esquema tiene el propósito de impulsar a los inversionistas a comprar bienes de capital producidos en Argentina. Algunos bancos se mostraron a favor del esquema como es el ejemplo de Citibank quienes declararon su intención de capitalizar 500 mdd de créditos existentes en Argentina. Algunos bancos se mostraron escépticos en esta propuesta y esperan que el papel de deuda se encuentre cada vez más abajo de su valor nominal. A mayo de 1988 se habían llevado a cabo 2 subastas que involucraron conversión por 201 mdd de deuda a un descuento que varió entre 35 y 40 % en

a primera y 51 y 57 % en la segunda. El proyecto más grande fue el de la construcción de una planta procesadora de carne por 671 mdd siendo financiado en un 70 % por conversión de deuda con un valor nominal de 63 mdd.

2.3.3.- Chile

El programa de conversión de deuda chileno opera desde 1985 y es regulado por los capítulos 14, 18 y 19 del Compendio de Regulaciones de Intercambios Extranjeros del Banco Central de Chile. En 1987 sufrió algunos cambios como la modernización de requerimientos administrativos y la liberación de algunas restricciones. El programa fue extendido mediante el anexo no. 2 el cual permite la formación de compañías de inversión de propiedad extranjera cuyas acciones pueden ser compradas con las ganancias de la conversión de obligaciones en moneda extranjera.

Diversas entidades financieras han empleado este programa. Por mencionar algunas están American Express quien tiene acciones en una compañía de fertilizantes de nitrato; Credit Lyonnais y Security Pacific tienen cada una un banco; Bankers Trust tiene un fondo de pensión y una planta hidroeléctrica.

A partir del anuncio del Citibank de la formación de sus reservas y de su entrada directa al mercado con su propio papel, los precios del papel de deuda de los países en desarrollo cayeron de un 68-70 durante casi todo 86 y 87 hasta un 50 después de agosto. Lo anterior ocasionó que los inversionistas encontraran grandes ventajas en los negocios locales.

El capítulo 18 establece que la conversión es permitida para residentes y no residentes chilenos. De acuerdo a este capítulo es permitida sin restricciones el uso de las ganancias. A través de 2 subastas por semana se determina la tasa de cambio a la cual la deuda es convertida así como el descuento, el cual es cobrado como comisión sobre la conversión y es pagado por el postor al Banco Central. En un principio el monto de deuda por convertir tenía el límite de 35 millones por mes pero esta restricción fue eliminada y ahora se dan conversiones por aproximadamente 120 millones.

El capítulo 19 permite a los tenedores de muchas obligaciones en moneda extranjera a utilizar las ganancias para inversiones de capital en Chile (sujeto a la aprobación del Banco Central). A diferencia de lo establecido en el capítulo 18, en el capítulo 19 no es requerido el proceso de subasta.

Para las obligaciones del Banco Central, el acreedor y el deudor acuerdan entre ellos la tasa de cambio y la forma de obligación (o efectivo) pagadera en pesos que recibirá el acreedor. Por el intercambio de las obligaciones del Banco Central, el acreedor puede elegir recibir instrumentos al portador denominados en dólares y pagaderos en pesos (pagarés al portador) o pagarés denominados en Unidades de Fomento indexadas (Pagarés UF). Las obligaciones denominadas en pesos recibidas de un deudor del sector privado, los pagarés al portador y los pagarés UF pueden ser vendidos por efectivo y las ganancias pueden emplearse para hacer una inversión aprobada o pueden aceptarse directamente

como pago por la entidad en la cual la inversión es realizada. En 1987 las obligaciones del Banco Central fluctuaron entre 80-90 % de la tasa de cambio oficial. El Banco Central se ha esforzado por fijar la tasa en la conversión de sus obligaciones para alcanzar una tasa constante efectiva de cambio en las inversiones financiadas a través de la conversión de deuda, a pesar del precio fluctuante del papel chileno en el mercado secundario.

Los inversionistas que deseen convertir obligaciones en moneda extranjera por obligaciones en pesos con el propósito de comprar acciones de una compañía de inversión de propiedad extranjera, deberán recibir la aprobación del Banco Central. El inversionista deberá ser una entidad establecida y organizada en el extranjero y no podrá ser controlada por chilenos o residentes de Chile. Una vez recibida la aprobación, el inversionista podrá convertir la deuda en moneda extranjera a obligaciones en pesos conforme al capítulo 19 y ya sea emplear los pagos hechos en estas obligaciones o los fondos ganados de la venta de las obligaciones para comprar las acciones de la compañía de inversión. También la compañía podrá recibir las obligaciones a cambio de las acciones.

En lo que se refiere a las inversiones permitidas, el anexo 2 la limita a las siguientes:

- 1) Acciones de corporaciones chilenas
- 2) Instrumentos financieros garantizados por la República de Chile, entidades del sector público o la Corporación Chilena de Desarrollo.
- 3) Instrumentos de Deuda del Banco Central
- 4) Instrumentos financieros emitidos por el Banco Central o Instituciones Financieras Chilenas.
- 5) Bonos hipotecarios emitidos por entidades chilenas
- 6) Bonos registrados o papel comercial de empresas chilenas.
- 7) Otros instrumentos autorizados por el Banco Central.

La sección 7 de este mismo anexo 2 prohíbe a una compañía de inversión distribuir las utilidades a los inversionistas los primeros cinco años de su existencia. A partir del sexto año y por cada año de ahí en adelante, pueden pagarse dividendos hasta un 90 % de las utilidades anuales. Las ganancias devengadas en los primeros cinco años de operación podrá distribuirse a una tasa del 20 % anual empezando el sexto año. El capital de una compañía de inversión podrá ser repatriado sólo hasta la liquidación de la misma, lo cual no puede ocurrir antes de los doce años de la fecha de incorporación.

Este programa conocido como Capítulo 19, permitió al gobierno ofrecer incentivos especiales a los inversionistas extranjeros. Camilo Carrasco, de la asesoría privada de negocios, Gemines, considera que los anteriores es en contra del espíritu de la legislación la cual establece términos estrictamente iguales para inversionistas nacionales o extranjeros.

El Sr. Guillermo Villaseca de Financo, una pequeña casa del mercado secundario, opina que al inicio del esquema, el Banco Central tuvo que promocionar el programa antes de que Brasil estuviera ahí, y efectivamente discriminaron en favor de los inversionistas extranjeros." Las razones son entendibles, pero el efecto es negativo y podría hacer todo el proceso vulnerable", aseguró el Sr. Villaseca.

Existen otros tipos de intercambio que no están sujetos a este tipo de críticas. Estas conversiones se encuentran reguladas en el capítulo 18, el cual permite a los chilenos intercambiar sus deudas en dólares por obligaciones en pesos. Asimismo, les permite utilizar títulos de deuda para comprar nuevas acciones emitidas por compañías endeudadas. Este tipo de operaciones beneficia la balanza de pagos permanentemente.

Hay quienes piensan que el prepago de la deuda no es necesariamente el mejor uso de la escasez de recursos en Chile. Donde el deudor ha pedido en pesos para pagar en dólares, la tasa de interés doméstica puede ser más cara que la obligación en moneda extranjera.

Sin embargo, el Banco Central no tiene dudas con respecto a los beneficios del esquema. Según el presidente general del banco, 127 millones inversión hasta entonces aprobada, generaron 2,760 más empleos y 22.3 millones en entradas de exportaciones extras.

En lo que respecta a la caída del precio del papel, su respuesta fue incrementar el descuento que establecen los títulos re-denominados.

También señaló el director del banco, que el objetivo principal del gobierno fue bajar la relación de la deuda con el PIB a un 70 a 80 % (en 1988 era de 109 %) y de 2.5 a 2.8 % la relación con las exportaciones (en 1988 3.7 %).

La intención del Banco Central es buscar proyectos en el sector privado ya sean nuevos o existentes que necesiten recursos frescos para expansión. Dado lo anterior, se buscan los negocios orientados a la exportación (los cuales tiene más oportunidad de regreso). Se tiene que buscar oportunidad en otras importantes áreas de exportación, silvicultura, fruta fresca y agroindustria.

El interés principal en este esquema ha provenido de los inversionistas de Nueva Zelanda.

2.3.4.- Venezuela

El programa de conversión de deuda fue introducido en Venezuela en abril de 1987 y es regulado por el decreto 1521.

En este esquema, el Banco Central se compromete a comprar deuda pública en dólares por bolívares siempre y cuando estos sean utilizados para invertirse en compañías venezolanas. El banco pagará ya sea en efectivo o en bonos del sector público en bolívares los cuales son comerciados en el mercado accionario de Caracas, dando a los bancos acceso a un tipo de mercado secundario.

Para la conversión es necesaria la aprobación de una comisión comprendida por la Secretaría de Hacienda y la Secretaría de Desarrollo, así como el presidente del Banco Central y el director de Inversiones Extranjeras. El Banco comprará la deuda a la par o a un descuento establecido por la comisión. En 1988, Venezuela ofrecía las conversiones a bolívares al 100% del valor nominal de la deuda.

El esquema puede ser usado por inversionistas extranjeros para convertir deuda del sector público venezolano. Toda la deuda del sector público es elegible, no sólo la deuda reestructurada. La deuda del sector privado esta excluida excepto para aquellas compañías que quieran capitalizar su deuda y que tengan una relación directa con su acreedor. La acción que resulte de la conversión es registrada como una inversión a un valor equivalente al del valor de la deuda en dólares que ha sido convertida. Asimismo, compañías offshore venezolanas pueden capitalizar deuda de subsidiarias en Venezuela sin importar que los tenedores de las acciones sean venezolanos.

El artículo 15 del programa permite al Banco Central comprar títulos de deuda del sector público que compañías estatales mantienen en sus activos. A las compañías se les permite aceptar deuda externa del sector público como pago por sus exportaciones. El punto anterior no ha provocado gran demanda entre las compañías del estado. Se dice que no necesitan esta clase de incentivos puesto que el costo de sus productos esta bien establecido. Probablemente ayudaría a la venta de algunas exportaciones no tradicionales.

En lo que se refiere a las inversiones, la regulación establece que las conversiones serán permitidas si el propósito de la inversión es sustituir importaciones, exportar bienes, evitar bancarrota o en los siguientes sectores:

- 1) Agricultura
- 2) Agroindustria
- 3) Construcción o mantenimiento de proyectos de infraestructura de carreteras o vias ferroviarias.
- 4) Construcción de la infraestructura para actividades turísticas
- 5) Construcción de vivienda de interés social.
- 6) Servicios de transportación por aire, tierra o mar.
- 7) Producción de bienes de capital
- 8) Manufactura de productos químicos o petroquímicos.
- 9) Informática y electrónica.

Por otro lado, en los primeros tres años seguidos a la conversión, la compañía puede remitir los dividendos del 10 % del monto de la inversión extranjera realizada en la conversión. Por 5 años más la compañía tendrá que mantener la inversión en el país. En los 8 años siguientes puede remitir hasta un 12.5 % del capital anualmente. Después de 13 años ya no hay restricciones.

Con esta política de libertad de repatriar ganancias y dividendos, el gobierno venezolano quiere mostrar a la compañías extranjeras que son libres de entrar y salir de este mercado.

La principal crítica que ha recibido este esquema por parte de los inversionistas extranjeros, ha sido respecto a la tasa de cambio a la cual deben intercambiar sus dólares para invertir en Venezuela. Esta no debe ser más alta de 14.50 bolívares por dólar. Esta tasa es muy baja si hablamos de que en 1988, la tasa oficial estaba en 31 bolívares por dólar.

Guillermo del Villar, vicepresidente del Banco Mercantil, considera que no existen incentivos para la conversión, pues aún si compraran la deuda a 50 centavos, sería mejor venderla a la tasa libre en lugar de utilizar el programa de conversión, el cual sólo les daría una tasa de 14.50 y bolívares.

A lo anterior, el Sr. Jorge Marcano, director general de la Secretaría de Hacienda de Venezuela responde que a pesar de que entran con una tasa desfavorable, se les permite repagar y remitir su capital a la tasa oficial también.

No muchos bancos han mostrado interés en el programa. Para 1988, sólo 2 peticiones se habían recibido de inversionistas extranjeros.

Los banqueros de Venezuela, consideran que las conversiones no tendrán lugar hasta que la situación económica del país mejore.

Se considera que el problema para los banqueros es que la mayor parte de las grandes empresas venezolanas no están interesadas en el intercambio de deuda por inversión puesto que para muchas compañías su deuda externa no es problema. Lo mismo sucede con Venezuela. Su deuda externa es hasta cierto punto manejable. No es necesario pedir para pagar los intereses. El problema principal es la escasez de recursos frescos.

Es importante señalar que el programa venezolano en su forma actual, no logrará el éxito que han alcanzado los programas chileno y mexicano. Son necesarios algunos cambios en la tasa de cambio para hacer el programa más atractivo.

NOTAS DEL CAPITULO SEGUNDO

- (1) El Financiero, Marzo 6, 1989, p.35.
- (2) Dornbusch, R., "Working Paper Series, Our LDC debts", working paper no. 2138, p. 42
- (3) NAFINSA, " El Mercado de Valores", Junio 9, 1987, p. 580
- (4) Dornbusch, op. cit., p.42
- (5) NAFINSA, op. cit., p.578
- (6) Se entiende por descuento el porcentaje de reducción en el precio nominal del papel de deuda que en el proyecto se acuerda aceptar en la conversión de deuda por moneda local.

CAPITULO TERCERO.- LA DEUDA EXTERNA MEXICANA

3.1.- INTRODUCCION

La historia de la deuda externa mexicana abarcó tres periodos principales:

1) De la Independencia a la II Guerra Mundial.

La obtención de créditos en este periodo no tenía el propósito claro de promover el desarrollo económico del país. No se preveía que el financiamiento obtenido debería de pagarse con la inversión generada de estos recursos. Por lo anterior, aunado a la insuficiente capacidad fiscal del gobierno y a los frecuentes cambios de gobierno ocurridos en ese periodo, México suspendió varias veces el servicio de su deuda.

2) De la II Guerra Mundial al principio de los setentas (1946-1972).

A partir de este periodo, el endeudamiento se basó en las necesidades de financiamiento del desarrollo económico del país y no en la urgencia de cubrir deficiencias fiscales.

La expansión que sufrieron en esos años la oferta de financiamiento externo y la demanda del gobierno por estos fondos, ocasionaron un elevado ritmo de crecimiento en el monto de la deuda. En este periodo, tuvo lugar la creación del Banco Mundial cuya finalidad era la transferencia masiva de fondos de países ricos a países pobres. Sin embargo, su participación fue insuficiente.

Debido al crecimiento del mercado del eurodólar, creció la oferta de crédito de las instituciones financieras privadas, las cuales tenían menos restricciones que las instituciones multilaterales, sin embargo con condiciones financieras no preferenciales. Por otro lado, México se había convertido en un buen sujeto de crédito, gracias a su notable estabilidad política y a la rapidez de su proceso de crecimiento económico.

La demanda por parte del gobierno mexicano sentó sus bases en los gastos de inversión del sector paraestatal y en las necesidades de inversión pública en infraestructura.

Cabe señalar que al principio del periodo, el gobierno insistía en asegurar que el aumento de la deuda pública externa se hiciera para financiar la inversión. Cada crédito debía utilizarse para financiar una inversión autoliquidable. Sin embargo, hacia finales del periodo, debido a la flexibilidad de la oferta y a la costumbre de contar con amplia disponibilidad de financiamiento, el gobierno dejó de poner atención en la asociación del crédito y su destino en un proyecto de inversión.

El monto de la deuda en 1972 fue de 5,065 miles de mdd, lo cual representaba un 12.3 % del PIB de ese año y los pagos de intereses correspondían a un 17.7 % de las exportaciones y al 0.7 % del PIB.

Advirtiendo ante todo la falta de un estudio riguroso de costo-beneficio, se puede decir que el incremento de la deuda pública externa del país ocurrido hasta el principio de los años 70's fue conveniente (1).

3) 1973 - 1982

A principios de este periodo, la deuda externa mexicana detuvo su crecimiento cauteloso. De 1973 a 1981 la deuda creció a una tasa promedio del 29 % .

Es importante señalar el siguiente antecedente: en 1973 y 1974 tuvieron lugar dos aumentos en el precio del petróleo. De 1972 a 1974 el petróleo aumentó su precio en más del 500 %. Este aumento ocasionó que los países de la OPEP generaran un enorme superávit en su cuenta corriente y debido a su tamaño no pudieron utilizar estos excedentes en sus propias economías. Por otro lado los PED no petroleros, no podían obtener el financiamiento necesario para mantener su ritmo de crecimiento de los PI's, pues estos últimos vieron disminuido su superávit en cuenta corriente. Por lo tanto hubo que llevar los fondos de los países petroleros a los PED, siendo la banca internacional la encargada de esta función.

Se dió una amplia y flexible oferta de créditos por parte de estos bancos. Esta oferta se flexibilizó casi por completo al gobierno mexicano, pero también se volvió inestable, tanto porque se empezó a cotizar en tasas variables como por los diversos fenómenos de oligopolización y fallas del mercado que la afectaron (2).

Esta inestabilidad es consecuencia de la regulación deficiente e incapacidad de los PI's para llevar a cabo una función que debieron realizar los organismos multilaterales.

Al mismo tiempo que la oferta se vió aumentada, la demanda por parte del gobierno mexicano también aumentó. Este último decidió aumentar su participación en la economía, incrementando principalmente su gasto de inversión sin reducir gastos de otros sectores.

Es importante distinguir dos periodos: 1973-1976 y 1977-1982.

En el primero, la tasa promedio de crecimiento de la deuda externa fue del 40 %. Asimismo, el gasto público se vió fuertemente aumentado. En 1971 el gasto público equivalía al 21 % del PIB y en 1976 representó un 33.6 % del PIB.

Se puede señalar que el aumento en el financiamiento externo se vió influenciado por la inflación externa, pues había mayores necesidades de divisas, pero su origen principal fue la necesidad de financiar el gasto público. Sirvió principalmente para sostener las políticas de tipo de cambio fijo y bajas tasas de interés. Combinando lo anterior con el incremento de la inflación interna, se dió lugar a un rápido incremento del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos.

En 1976, la crisis en la balanza de pagos trajo consigo una devaluación del tipo de cambio y el establecimiento de un programa de estabilización.

En 1977, se anunció la existencia de reservas petroleras en el país, con lo que la crisis del 76 se superó rápidamente. El gobierno decidió explotar tales reservas para la exportación. Era necesario invertir para extraer y exportar el crudo y con los ingresos generados por las exportaciones, podrían financiarse nuevos gastos de inversión pública. Además el gobierno también decidió aumentar su gasto público. Es característica importante de este periodo, la "petrolización" de las finanzas públicas y de la cuenta corriente de la balanza de pagos.

En el periodo 1978-1981 se logró una muy alta tasa de crecimiento del producto, sin embargo existieron presiones inflacionarias que se detuvieron mediante políticas como tipo de cambio fijo, precios públicos fijos y no aumentando el salario real.

Cabe señalar que la deuda del sector privado (empresas y bancos) creció más rápido que la deuda pública externa en esos años.

A partir de 1981, a pesar del optimismo en el precio del petróleo, las condiciones del mercado internacional no fueron muy favorables. La tasa de interés empezó a aumentar y por lo tanto también el servicio de la deuda. El dólar comenzó a apreciarse por lo que también aumentó el costo real de las importaciones. Además, el mercado petrolero comenzó a debilitarse, haciéndose cada vez más marcado este deterioro. Para mayo de 1981, México tuvo que reducir sus precios de venta al exterior.

Este último hecho fue considerado por el sector privado como un aviso de una mayor disminución del precio del petróleo y su reacción inmediata fue una fuga de capitales considerable. El gobierno, por el contrario asumió esta disminución como un hecho transitorio. Continuó con su política económica y obtuvo financiamiento externo para cubrir los ingresos perdidos por la caída en el precio del petróleo así como la necesidad de divisas que ocasionaron la fuga de capitales. La crisis en la balanza de pagos y en el déficit fiscal se siguieron agravando.

La política económica del gobierno fue sostenida en una parte por el incremento en las exportaciones petroleras, pero principalmente se debió al enorme financiamiento externo. En 1981 la deuda creció en un 56 %. A finales de este año aumentó en 19,148 mdd, correspondiendo 9855 a largo plazo y 9263 a corto plazo.

El 17 de febrero de 1982, el gobierno anunció una nueva devaluación del peso de 27.40 a 38.10 pesos por dólar y el establecimiento de un programa de estabilización que consistió básicamente en:

- Restricción al gasto público
- Ajustar el ritmo de deslizamiento - Fijar tasa de interés a un nivel competitivo en el exterior
- Aumentos de los precios públicos más indispensables

Este plan fue considerado suficiente para frenar las expectativas inflacionarias y la fuga de capitales, pero no fue así.

El 26 de febrero se anunció otra nueva devaluación del peso del 23 % quedando en 47 pesos por dólar. En marzo tuvo lugar un ajuste al salario mínimo del 30 %, lo que ocasionó la pérdida de confianza en el plan, por lo que fue necesario un segundo programa de ajuste. Publicado el 20 de abril consistió principalmente en:

- Tasa de interés y tipo de cambio flexible
- Control del gasto público
- Límite de 11,000 mdd al aumento de la deuda

Durante el primer semestre de 1982, el resultado de este proceso de ajuste fue pequeño y la desconfianza ya era muy grande.

El gobierno siguió buscando financiamiento externo en parte para financiar la salida de capitales y también para refinanciar la deuda contratada en 1981. En este primer semestre destacan los créditos otorgados a Banrural, Pemex, Nafinsa y el Gobierno Federal. En los meses siguientes los bancos se rehusaron a otorgar nuevos créditos y algunos cancelaron líneas de crédito ya concedidas.

Por lo anterior, fue indispensable la suspensión de pagos del servicio de la deuda externa. El gobierno recurrió al FMI y se iniciaron pláticas con las autoridades financieras de EU. Estas pláticas no tuvieron efectos inmediatos por lo que la economía se vió deteriorada rápidamente. La inflación comenzó a dispararse y la actividad económica se redujo.

El gobierno estableció un doble tipo de cambio "preferencial" y "libre". Asimismo modificó la actividad financiera nacional mediante la nacionalización de la banca y sus propiedades y la implantación del sistema de control de cambios generalizado mediante el cual se prohibió el comercio internacional de divisas a excepción de operaciones autorizadas.

Al nacionalizarse la banca su deuda se convirtió en deuda externa por lo que esta aumentó en 8,000 mdd, es decir, en un 13.6 %.

En virtud de la lenta respuesta de las autoridades financieras, el gobierno mexicano decidió declararse "en moratoria", pero no sin antes asegurar con el gobierno de E.U. así como con los bancos centrales de otros países acreedores, el financiamiento adicional con el fin de tranquilizar a los acreedores.

3.1.1.- PRIMERA REESTRUCTURACION

En el punto anterior se explicó brevemente la situación de la deuda hasta 1982. Como se señaló, la crisis ocurrida en el país en ese año, llevó al gobierno mexicano a declararse en moratoria.

En agosto de 1982 se informó al FMI, a la Reserva Federal y al Departamento del Tesoro de EU de la situación financiera del país la cual era:

- a) Agotamiento de reservas de divisas
- b) Incapacidad de pagar los préstamos por vencer en pocos días
- c) Perspectivas económicas insuficientes para cumplir con los compromisos de pago para los siguientes dos años.

Era necesario llegar a una solución negociada para el problema de la deuda a corto plazo y que inevitablemente se dejaría de pagar. Asimismo, se necesitaban recursos frescos para las necesidades inmediatas de divisas. Era importante convencer a la comunidad financiera internacional de aceptar los planes de ajuste del gobierno mexicano para resolver los desequilibrios económicos del país y de que México recobraría su capacidad de pago.

Lo anterior se logró mediante pláticas con el FMI, los gobiernos de los países acreedores y la banca acreedora.

Con el FMI se logró llegar a un acuerdo de facilidad ampliada entre México y esta institución mediante el cual obtuvo un financiamiento por 4,500 mdd desembolsables en 1983, 1984 y 1985.

Se estableció la implantación de un programa de estabilización que duraría esos tres años. Entre otras metas establecidas para este programa, consideraba un endeudamiento neto externo para 1983 con los bancos comerciales de 5,000 mdd.

La aprobación de este acuerdo quedó sujeta a la concesión de la banca internacional de un financiamiento de 5,000 mdd. En virtud de que las negociaciones de la deuda dependían de este acuerdo, no tuvieron otra opción que aceptar. Era la primera vez que la banca internacional otorgaba financiamiento involuntariamente.

De las negociaciones con los gobiernos de los países acreedores, México obtuvo un financiamiento del Banco Internacional de Pagos por 1,850 mdd a un plazo de un año y desembolsables en tres partes iguales:

- 1) Cuando México otorgara una garantía (petróleo mexicano)
- 2) Cuando las negociaciones con el FMI tuvieran un avance considerado
- 3) Cuando se firmara el programa de estabilización

Del gobierno de EU se obtuvieron 2,000 mdd, de los cuales 1,000 mdd correspondieron a un crédito del "Commodity Credit Corporation" (agencia de apoyo a la ventas estadounidenses para la importación de granos y alimentos) y los 1,000 restantes se obtuvieron del Fondo de Estabilización Monetaria de EU y constituyeron un pago por anticipado de las ventas de petróleo mexicano a ese país.

El tercer paquete de financiamiento (llamados "paquetes de emergencia") se obtuvo de los gobiernos de varios países desarrollados por un monto de 2,000 mdd y el cual no se otorgó en efectivo, sino en líneas de crédito que permitirían continuar con la importación de insumos industriales básicos.

Las negociaciones con la banca acreedora se iniciaron el 19 de agosto de 1982. Se hizo evidente que no se podrían pagar los préstamos a vencer en los meses siguientes, por lo que México propuso una prórroga de 90 días para las amortizaciones de capital, pero continuaría pagando intereses.

En virtud del número de bancos acreedores - 700 o más - se decidió formar un grupo asesor para coordinar el proceso de negociación con los representantes de 13 bancos : Bank of America, Bank of Montreal, Bank of Tokyo, Bankers Trust Co., Chase Manhattan Bank, Chemical Bank, Citibank, Deutsche Bank, Lloyds Bank, Manufacturers Hanover Trust, Morgan Guaranty Trust, Societe Generale y Swiss Bank Corporation. Este grupo también apoyó al gobierno mexicano en la obtención de financiamiento.

Para noviembre de ese mismo año, el gobierno no contaba con un programa de deuda para negociar con la banca acreedora, por lo que el día 12 de ese mes se solicitó una nueva prórroga por 120 días más (23/nov/82 al 23/mzo/83) la cual fue concedida por la banca acreedora.

El 8 de diciembre, el secretario de Hacienda envió un telex a la comunidad financiera internacional informando entre otros puntos:

- Una propuesta de los principios de reestructuración de la deuda
- Una propuesta de términos y condiciones financieras para el préstamo de los 5,000 mdd.

Para la obtención del crédito de los 5,000 mdd, el cual era necesario para controlar la crisis económica, el gobierno se enfrentó a problemas como el resolver el asunto de la deuda externa privada y también a las diferencias de intereses que surgieron entre los grandes y pequeños acreedores.

Finalmente después de algunos meses de negociaciones, se firmó el acuerdo el día 3 de marzo de 1983. En el intervinieron 530 bancos de 40 países, otorgando el 42 % del crédito 26 bancos.

Las condiciones del préstamos fueron:

Monto:	5,000 mdd	Diferencial sobre
Plazo:	6 años	-Libor : 2.25
Periodo		-Prime : 2.125
de gracia:	3 años	Comisión : 1.25
Plazo promedio de amortización:	54	

La obtención de este crédito fue el paso preliminar para la reestructuración. Para marzo de 1983 aún no estaban terminados los acuerdos, por lo que se pidió una prórroga hasta el 15 de agosto de ese año.

El convenio de reestructuración de 1983 tuvo las siguientes características:

- 1) Reestructuración de las obligaciones con vencimiento entre el 23 de agosto de 1982 y el 31 de diciembre de 1984. Se

aplicó a pagos de capital unicamente, excluyendo intereses. El importe total a reestructurar se determinó en 23,157.8 mdd.

- 2) Las obligaciones exentas de reestructuración fueron:
- Préstamos hechos, garantizados o asegurados por agencias oficiales no mexicanas del tipo Eximbank
 - Bonos públicos colocados por México en los mercados de dinero de los países industrializados
 - Préstamos de agencias oficiales multilaterales
 - Contratos a futuro de moneda y metales preciosos
 - Préstamos interbancarios a agencias y sucursales extranjeras de bancos propiedad del gobierno mexicano
 - Obligaciones del Banco de México resultado de arreglos para liquidar intereses atrasados del sector privado
- 3) Las condiciones financieras fueron:
- | | | | |
|-------------------|----------|-----------------|------------|
| Plazo | : 8 años | Comisión | : 1.00 |
| Periodo de gracia | : 4 años | Plazo promedio | : 72 meses |
| Diferencial sobre | | de amortización | |
| - Libor (%) | : 1.875 | | |
| - Prime (%) | : 1.75 | | |

Se establecieron amortizaciones de capital en 16 trimestres empezando el primer trimestre de 1987 y concluyendo el cuarto trimestre de 1990.

El siguiente cuadro muestra las amortizaciones de la deuda externa antes y después de la reestructuración:

CUADRO 1

PAGOS DE CAPITAL DE LA DEUDA PUBLICA EXTERNA ANTES Y DESPUES DE LA REESTRUCTURACION (millones de dólares)

	Antes	Después
1981	4806.0	4806.0
1982	8144.4	584.0
1983	8960.2	1475.2
1984	5367.9	1654.0
1985	9672.1	10172.0
1986	5148.0	8947.8
1987	7525.4	13728.0
1988	4670.1	10785.0
1989	3521.2	9129.1
1990	1129.1	9087.0

Fuente SHCP.

Podemos concluir que la reestructuración de 1983 mantuvo abierto, aunque de manera parcial y no voluntaria, el financiamiento externo al país. El logro más importante fue que, al diferir gran parte de los pagos de los próximos años al futuro se ganaba tiempo necesario para que el plan de reordenación económica arrojara sus primeros resultados (3).

3.1.2.- SEGUNDA REESTRUCTURACION

En 1984 el gobierno centró su atención en intentar cambiar el calendario de amortizaciones de la primera reestructuración así como en la obtención de dinero fresco aún cuando fuese nuevamente mediante un préstamo involuntario. Se determinó que para ese año se requeriría de 4,000 mdd.

El Comité Asesor de Bancos (que continuó con su tarea original) accedió en otorgar a México un crédito por 3,800 mdd. A pesar de que se presentó nuevamente renuencia por parte de los acreedores para incorporarse a este nuevo crédito, finalmente se firmaron los contratos para formalizar este crédito el 27 de abril de 1984 con las siguientes características financieras:

Monto	: 3,800 mdd	Diferencial sobre
Plazo	: 10 años	-Libor : 1.5 %
Periodo de gracia	: 5 3/4 años	-Prime : 1 1/8 %

Condiciones notablemente mejores que el crédito obtenido en 1983.

Como lo muestra el cuadro 1 del punto anterior, en el calendario de amortizaciones después de la primera reestructuración, se presentarían a partir de 1985 pagos de capital (promedio anual de 11,553 mdd en el periodo 1985-1990) incompatibles con la capacidad de pago del país, por lo que el gobierno preveía desde entonces que habría una segunda reestructuración. Lo anterior condujo a una reestructuración hacia una base multianual.

Este último concepto no era totalmente aceptado por los acreedores, puesto que anteriormente se había manejado el concepto de reestructuración con características de excepcional y de emergencia y a realizarse en un corto plazo. Asimismo consideraban el problema de liquidez de México como de corto plazo, visión totalmente opuesta a la que tenía el gobierno mexicano. Sin embargo, un argumento que se presentó a favor de México, fue la evolución de la economía mexicana durante 1983.

Como primer término, México propuso la reestructuración de pagos de capital a vencer entre 1985 y 1990 así como la reducción en el pago de intereses.

Al iniciar las negociaciones con el Comité Asesor de Bancos, este solicitó como condición para la reestructuración que México suscribiera un acuerdo de largo plazo con el FMI a lo cual México respondió con una negativa. Como contrapropuesta, el gobierno mexicano sugirió ampliar la información periódica proporcionada al FMI en el marco de las consultas entre este organismo y los países miembros, en cumplimiento del Artículo IV del Convenio Constitutivo de la organización. Esta contrapropuesta fue aceptada.

A pesar del avance que tenían las negociaciones al finalizar 1984 la documentación no se firmó sino hasta 1985. La reestructuración de 1984 tuvo las siguientes características:

- a) Reestructuración de 48,000 mdd que comprendían:
- 23,000 mdd que representaban los vencimientos originales entre 1982 y 1984 y que fueron reestructurados durante 1983 extendiéndose a un plazo de 8 años con 4 de gracia.
 - 20,000 mdd de los vencimientos entre 1985 y 1990 que no habían sido reestructurados.
 - 5,000 mdd del crédito obtenido en 1983.

b) El plazo para pagar los 43,000 mdd de deuda reestructurada y no reestructurada con vencimiento entre 1985 y 1990, se transformó a un plazo de 14 años, siendo el primer pago en 1986 con un monto simbólico de 250 mdd y aumentando paulatinamente, pues se suponía que también aumentaría la capacidad de pago del país. Los 5,000 mdd obtenidos en 1983 se pagaría de la siguiente manera: un prepago inicial de 1,200 mdd en 1984 y el resto a un plazo de 10 años con 5 de gracia.

El cuadro número 2 muestra las amortizaciones después de esta reestructuración:

CUADRO 2.
PAGOS DE CAPITAL DE LA DEUDA PUBLICA EXTERNA
ANTES Y DESPUES DE LA REESTRUCTURACION 1985-1990
(millones de dólares)

	Antes	Después
1985	9758	1911
1986	9231	2071
1987	14137	1937
1988	13544	2442
1989	12166	3772
1990	10484	4409
1991	1000	5290
1992	705	5496
1993	468	5760
1994	441	5911
1995	359	5896
1996	359	6130
1997	359	6410
1998	359	6436

FUENTE: SHCP

c) Para los 43,000 mdd se eliminó la tasa "Prime" para ser sustituida por la tasa de Certificados de Depósito, que es básicamente idéntica a la tasa Libor y en ocasiones ligeramente inferior. Por este cambio el costo de la deuda reestructurada disminuyó en 1.2 puntos porcentuales. El diferencial aplicable a partir del 1o. de enero de 1985, sería de 7/8 % durante los primeros 2 años, 1 1/8 % durante los siguientes 5 años, y 1 1/4 % en los últimos 7 años. Se modificaron los diferenciales para el crédito de los 5,000 mdd los cuales eran 2 1/4 % sobre Libor y 2 1/8 % sobre Prime,

cambiando a $1 \frac{1}{2} \%$ sobre Libor y $1 \frac{1}{8} \%$ sobre Prime. Por concepto de intereses, el ahorro del gobierno sería de un promedio de 350 mdd durante toda la reestructuración. En 1985 y 1986 ascenderían a casi 500 mdd disminuyendo conforme aumenta el diferencial hacia los últimos años.

d) Debido a la incertidumbre de fondear en dólares por un plazo tan largo, México y los bancos no estadounidenses acordaron que estos bancos podrían cambiar parte de los saldos en dólares a sus monedas domésticas. Con esto se redujo el riesgo cambiario ante la posibilidad de una devaluación futura del dólar. Además, estas monedas se operan con tasas más bajas que las del dólar, disminuyendo así el servicio de la deuda por concepto de intereses. Los bancos acreedores no estadounidenses podrían cambiar el 30, 40 o hasta el 50 % de sus saldos en dólares a sus monedas domésticas en un plazo de 24, 30 y 42 meses respectivamente. La conversión se haría en partes iguales a partir de la fecha de la firma de los contratos de reestructuración. El importe máximo de conversión a diferentes monedas del dólar sería de 11 559 mdd a lo largo de 4 años, es decir, 18% del saldo de la deuda externa pública a junio de 1984.

e) Como se mencionó anteriormente, se acordó con el Comité Asesor de Bancos, que México ampliaría la información proporcionada al FMI de acuerdo al Artículo IV del Convenio Constitutivo de este organismo. Con el objeto de mantener informada a la comunidad financiera internacional sobre la evolución de la economía mexicana, basándose en los informes anteriores, el FMI transmitiría su opinión sobre la economía mexicana dos veces al año. Se incluyó una nueva cláusula en los contratos de reestructuración en donde se establece que sólo un muy grave deterioro de la economía, que sea inconsistente con su crecimiento sano y sostenido y que ponga en peligro la capacidad de pago del país, podría originar a que la banca, por mayoría, declarara un caso de incumplimiento bajo el contrato de reestructuración.

Podemos señalar como aspectos importantes de esta negociación, la reestructuración del capital, pues con esto se logró aliviar considerablemente la cuestión de los pagos de principal. Asimismo, la reducción en los costos del servicio de la deuda permitió reducir también las proporciones de las exportaciones que se aplicaban al servicio de esta.

Por otro lado, cabe mencionar que la reestructuración multianual no logró el regreso al mercado de préstamos voluntarios. Adn cuando se redujeron los diferenciales y se suprimió la tasa Prime, tampoco se logró ajustar el pago por concepto de intereses a la capacidad de pago del país.

3.1.3.- TERCERA REESTRUCTURACION

Durante 1985 y mitad de 1986 tuvo lugar un estancamiento de las negociaciones. El gobierno mexicano insistió en que las soluciones aportadas debían ser a largo plazo sin encontrarse continuamente afectadas por variaciones de algunos precios

internacionales. Asimismo consideraba que el cambio estructural por realizarse en México, debía definirlo el propio gobierno mexicano y no los organismos multilaterales. Finalmente los acreedores aceptaron la necesidad de apoyar la posición del gobierno mexicano.

En este periodo, México se encontraba encerrado en un círculo de bajo crecimiento y elevado servicio de la deuda, incluyendo también una nula entrada de financiamiento externo. Aumentó la desconfianza en el sector privado, por lo que no había inversión privada e incluso hubo fugas de capital.

Es importante señalar que en esta tercera reestructuración, el desembolso de los recursos frescos obtenidos, quedó sujeto a que el 90% de los acreedores otorgaran su parte, llamando a este 90% "masa crítica". Lo anterior tuvo el fin de dar un incentivo a la banca comercial para proporcionar recursos frescos a México.

El avance de las negociaciones logradas con el FMI y el Banco Mundial vieron su inicio cuando estos organismos multilaterales aceptaron finalmente que era necesario para México retomar su crecimiento para poder cumplir con su servicio de deuda, así como aumentar su capacidad de generación de divisas, para lo cual se requiere un proceso de cambio estructural. Este proceso trae consigo una modificación de precios como el tipo de cambio, la tasa de interés y los salarios; disminución de los subsidios; reconversión del aparato productivo de manera que sea acorde con los cambios anteriores. Era indispensable obtener financiamiento externo para apoyar la continuación de este proceso de cambio estructural que ya se había iniciado.

El 22 de julio de 1986 el gobierno mexicano presentó una carta de intención al director general del FMI en donde se describía el programa de política económica a seguir en los 18 meses siguientes. Se establece un programa de financiamiento externo de 12,500 mdd más 2,500 millones de créditos contingentes. Estos créditos contingentes se basaron en dos nuevas cláusulas: la primera preveía que si el precio del petróleo por barril se encontraba por debajo de 9 dólares, habría un financiamiento externo casi automático para los ajustes necesarios en las finanzas públicas y en la balanza de pagos. El FMI contribuiría con 720 mdd para este mecanismo. La segunda cláusula estableció un préstamo adicional en el caso de no haber recuperación de la actividad económica para el primer trimestre de 1987 contribuyendo el FMI con 500 mdd.

El 19 de septiembre de 1986 el FMI acordó apoyar el programa económico del gobierno mexicano. EL financiamiento del FMI quedó condicionado a la disposición del 90% de los fondos provenientes de la banca comercial. A su vez el acuerdo del Club de París dependía del acuerdo del FMI. Los bancos acreedores participarían en el paquete si el FMI intervenía con el Banco Mundial y otros organismos financieros para su cooperación. En función de estos acuerdos "cruzados" la negociación podía adquirir una dinámica intensa hacia el logro del acuerdo o, por el contrario, caer en una parálisis total por el hecho de que sólo uno de sus eslabones se detuviera (4).

En el convenio con el Banco Mundial, este se comprometió a otorgar a México un financiamiento externo por 2,300 mdd para 1986 y 1987, destinándose estos recursos al apoyo de los programas de cambio estructural. A diferencia de los créditos tradicionales en que se orientaban a la realización de programas específicos de gasto público, en estos nuevos créditos los recursos se destinaron a la promoción de diversas políticas. Sin embargo hubo más condicionalidad en las políticas a apoyar.

De este organismo se recibieron 1,100 mdd en 1986, adicionales a los 400 mdd recibidos del BID.

De los gobiernos de los países industrializados se obtuvo un crédito puente para aumentar las reservas mexicanas en el corto plazo. Se recibió financiamiento de los principales bancos que participan en el Banco de Pagos Internacionales. También de los bancos centrales de España, Argentina, Brasil, Colombia y Uruguay. Se recibió un total de 1,100 mdd, aportando Estados Unidos 545 mdd y el resto los bancos de otros países. Los fondos se dispusieron hasta la suscripción de la "masa crítica" el 19 de noviembre de 1986.

El acuerdo logrado con el Club de París tuvo como propósito reestructurar los vencimientos de créditos al sector público de parte de instituciones financieras tipo Eximbank. Los participantes de este Club mostraron oposición por mantener el crédito a México y conceder la reestructuración, pues no se había realizado este tipo de operación. Finalmente se logró el acuerdo quedando reestructurados los vencimientos de capital del 22 de septiembre de 1986 al 31 de marzo de 1987, a un plazo de 10 años con 5 de gracia. También se reestructuraron el 60% de los intereses vencidos desde septiembre de 1986 hasta finales de 1987. Esta operación no incluye a las dependencias, empresas paraestatales y sistema bancario nacional.

Es importante señalar también el crédito obtenido por el Banco de Importaciones y Exportaciones de Japón por 1000 mdd, el cual quedó condicionado al paquete financiero entonces negociado con los acreedores de México. Este crédito se destinó a tres proyectos. La tasa de interés aplicable fue del 6.1% sobre el total del crédito en yens y el plazo de 15 años. Los contratos se suscribieron a finales de noviembre de 1986 y los recursos se entregarían en los 18 meses siguientes.

Las negociaciones con la banca comercial se iniciaron con varias propuestas y contrapropuestas rechazadas por las partes, finalmente se logró un acuerdo antes del primero de octubre de 1986. El 18 de octubre se envió a los bancos acreedores la llamada "term sheet" en donde se establecen los términos del acuerdo quedando como sigue:

a) Plazo. -

- Los 43700 mdd de deuda antigua, correspondiente a los vencimientos entre 1985 y 1990, se reprogramaron a un nuevo plazo de 20 años con 7 de gracia iniciándose amortizaciones crecientes a partir del octavo año. Lo anterior implicó un pago nulo de principal desde 1987 hasta 1993.

- El crédito por 8550 otorgado en 1983 y 1984 mantuvo su plazo original, quedando en 10 años con 5 de gracia. La amortización de 950 mdd con vencimiento en 1986, se reprogramó para pagarse de manera uniforme entre 1989 y 1993.

b) Costo.- El margen sobre la tasa Libor se estableció en 13/16 es decir 0.825 durante todo el plazo de su vigencia. Se elimina la tasa prima entonces aplicada a los créditos de 1983 y 1984. También se reducen los márgenes aplicados a esos créditos. El margen promedio ponderado de la deuda con la banca comercial se redujo del 1.4% al 0.8125 %.

c) Recursos Frescos.- Se obtuvieron 6000 mdd para 1987 y 1988 con el fin de apoyar el Programa de Aliento y Crecimiento. El plazo negociado fue 12 años con 5 de gracia y una tasa de interés aplicable de 0.8125% sobre la tasa Libor, es decir, la misma tasa que para la deuda reestructurada. El total de financiamiento obtenido en 1987 y 1988 lo muestra el cuadro número 3:

CUADRO 3.
NUEVOS FINANCIAMIENTOS 1986-1987
(millones de dólares)

M o n t o

1. Crédito Nuevo	12,000
a. Fuentes oficiales	6,000
FMI	1,700
Multilaterales	2,500
Bilaterales	1,800
b. Banca comercial	6,000
2. Contingencias crediticias	2,420
T O T A L	14,420

Fuente: SHCP, "Los recientes acuerdos sobre la deuda externa de México", Informe de la SHCP al H. Congreso de la Unión cuadro 4.

d) Créditos Contingentes.- No obstante diversas objeciones que presentó la banca comercial para otorgar este tipo de créditos, se llegó al siguiente acuerdo: Un financiamiento por 500 mdd para apoyar determinados proyectos en el caso de registrarse para el primer trimestre de 1987, una evolución por debajo de la esperada. El Banco Mundial otorgaría una garantía de pago por la mitad del monto y apoyaría a la evaluación de los proyectos a financiar.

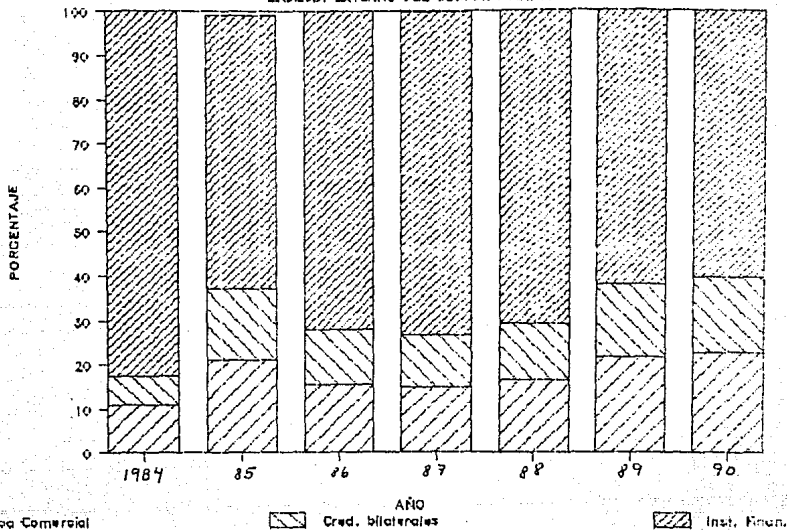
El FMI participaría en la cláusula de contingencia con respecto al precio del petróleo, otorgando un préstamo por 720 mdd en caso de que el precio del barril de petróleo estuviera por debajo de los 9 dólares. Sin embargo, la banca comercial no estuvo de acuerdo con esta cláusula, por lo que hubo que definirse otra opción, la cual consistió en que darían su apoyo en el caso de que tal disminución generara una baja anormal

en los ingresos del sector público por causas ajenas al mismo, afectando el programa de inversión normal del presupuesto. Los bancos participarían con un financiamiento hasta por 1200 mdd. En total se obtuvo de la banca comercial créditos contingentes por 1700 mdd, además de los 720 mdd del FMI. En caso de obtenerse estos créditos tendrían un plazo de 8 a 12 años con 4 a 7 de gracia y pagarían intereses a una tasa de 0.8125% sobre Libor.

A través de los diversos acuerdos de reestructuración, se ha buscado reducir la participación de la banca comercial en el financiamiento externo y aumentar la de los organismos multilaterales y bilaterales, como lo muestra la gráfica 1:

GRAFICA 1.

ENDEUD. EXTERNO DEL SECTOR PUBLICO



3.1.4.-CUARTA REESTRUCTURACION

Desde 1982, México ha vivido una etapa de ajuste caracterizada por frecuentes reestructuraciones de deuda externa, apertura comercial, definición de las áreas prioritarias del estado y una menor dependencia del petróleo (5).

A diciembre de 1988, el monto de la deuda externa totalizaba 100,384 mdd, como lo muestra el cuadro 4:

CUADRO 4
DEUDA EXTERNA MEXICANA AL 31 DE DICIEMBRE DE 1988
(millones de dólares)

DEUDOR	IMPORTE	%
GOBIERNO FEDERAL	36,994	36.9
SECTOR PARAESTATAL	21,168	21.1
BANCA DE DESARROLLO	20,245	20.2
INST. NO FINANCIERAS	2,596	2.6
ADMINISTRACION PUBLICA	81,003	80.7
BANCO DE MEXICO	4,786	4.8
SISTEMA NACIONAL BANCARIO	7,481	7.5
	12,267	12.2
TOTAL SECTOR PUBLICO	93,270	92.9
TOTAL SECTOR PRIVADO	7,114	7.1
GRAN TOTAL	100,384	100.0

Del total correspondiente a la administración pública federal, por 81,003 mdd, el 71.3 %, es decir 57,768 mdd se deben a la banca internacional y el resto se divide entre organismos financieros multilaterales (FMI, BID, BM), créditos bilaterales y emisión de bonos.

El pago del servicio de la deuda ha constituido el principal obstáculo para el retorno del crecimiento económico. El crecimiento nulo del PIB trajo consigo una pérdida en la capacidad de pago.

Desde el inicio de su nueva administración, el Presidente Carlos Salinas de Gortari definió la renegociación de la deuda como objetivo prioritario de su gobierno. El gobierno mexicano estableció un plazo de 7 meses para llevar adelante un cambio profundo en los términos de pago de la deuda externa. A partir de diciembre de 1988, los negociadores mexicanos, encabezados por el secretario de Hacienda y Crédito Público, el Sr. Pedro Aspe Armella, iniciaron pláticas con los acreedores en una estrategia de "borrón y cuenta nueva". Desde un principio existió buena voluntad por parte de los gobiernos acreedores así como de los organismos financieros multilaterales, pero no así de la banca privada internacional quien no accedió a las demandas de los negociadores mexicanos sobre todo en el renglón de nuevos recursos.

Para marzo de 1989, las negociaciones se encontraban en un punto muerto. Finalmente el 23 de julio de 1989 se firmó el principio del acuerdo de la reestructuración de la deuda con el Comité Asesor de Bancos.

Del total de 57,768 mdd mencionados anteriormente, hasta entonces adeudados a la banca, esta aceptó la reestructuración de 52,717 mdd dejando fuera del paquete de negociación 5,069 mdd. Debido al monto de la reestructuración, este acuerdo ha sido identificado como "el acuerdo de los 53 billones de dólares.

Las bases del acuerdo con el Comité Asesor de Bancos firmado el 23 de julio y que servirá para la renegociación final con cada banco acreedor fueron las siguientes:

- a) PRIMERA OPCION.- Reducción en la tasa de interés y amortización de principal a 30 años.
 - Intercambio de los adeudos existentes por bonos a 30 años, pagando una tasa anual fija de 6.25%. La tasa puede aumentar a partir de 1996 si las condiciones de México mejoran.
- b) SEGUNDA OPCION.- 35 % de descuento en el principal y 30 años de amortización.
 - Los adeudos existentes pueden ser intercambiados por bonos a 30 años por un monto equivalente al 65 % del valor presente del crédito actual. Los nuevos bonos pagarán tasas de interés actuales.
 - No se prevee ningún cambio en lo futuro aún cuando las condiciones de México mejoren.
- c) TERCERA OPCION.- Entrega de recursos frescos.
 - No hay ningún intercambio
 - Los créditos actuales permanecen con las mismas tasas de interés y periodos de amortización.
 - Obligación de proveer recursos frescos por un monto equivalente al 25 % de los créditos actuales. La entrega sería de la siguiente manera: 7 % en 1989 y 6 % en 1990, 91 y 92.

El acuerdo fue suscrito el 4 de febrero de 1990. Los bancos acreedores escogieron las opciones de acuerdo a los siguientes porcentajes:

1a. Opción.- Reducción en la Tasa de interés:	46.7 %
2a. Opción.- Reducción de Principal:	43.0 %
3a. Opción.- Entrega de Recursos frescos:	10.3 %

La SHCP explicó que de acuerdo con la elección anterior los resultados definitivos fueron los siguientes:

- 1.- No se pagarán intereses del primero de abril al 29 de septiembre de 1990 sobre los 41,562.4 mdd, correspondientes al nuevo saldo contractual de la deuda del sector público con la banca comercial.
- 2.- Como resultado del intercambio del 43 % de la deuda elegible correspondiente a la suscripción de la opción de reducción de principal en un 35 %, el saldo contractual de la deuda con la banca acreedora se redujo en 7,370 mdd.
- 3.- Un monto de 21,054.8 mdd de deuda devengarán intereses a una tasa fija del 6.25 % debido a la suscripción del 46.7 % de deuda elegible con reducción de tasa. Lo anterior trajo consigo una reducción adicional del saldo nominal por 7,281.8 mdd.
- 4.- De los recursos frescos correspondientes al 10.3 % de la deuda elegible suscritos en la tercera opción, se recibirá entre 1990 y 1992 un monto por 1,257.6 mdd. En 1990 se recibirá el 53 % de este monto que corresponde a 666 mdd.

Por otro lado, se pagaron intereses en exceso de julio de 1989 a marzo de 1990, por lo que este año se recibirá el reembolso de estos últimos. Asimismo de enero a marzo de 1990 se ha pagado el 72.6% del total de los intereses correspondientes a todo el año calendario de 1990. El resto se pagará entre el 30 de septiembre y el 15 de diciembre de 1990.

El intercambio de la deuda antigua por los nuevos bonos de descuento, ya sea de principal o de intereses, se llevó a cabo el 28 de marzo de este año. Los bonos de descuento mencionados anteriormente fueron respaldados por bonos cupón cero.

Uno de los principales objetivos de la renegociación de la deuda fue el de reducir las transferencias al exterior lo cual frena el crecimiento del país. De acuerdo al Srío. de Hacienda y Crédito Público, la transferencia neta de recursos al exterior ha sido de alrededor del 6.6 % del PIB anual. Si el Programa Nacional de Desarrollo alcanza sus objetivos, para 1994 este porcentaje habrá disminuido hasta alrededor del 3 %. Para 1989 este porcentaje se verá disminuido en virtud de que México recibirá 500 mdd del Banco Mundial, 1,378 del FMI y 2 billones de dólares de Japón.

"Con la reestructuración de la deuda y el programa de cambio estructural, México se encuentra en una posición de consolidar la reducción de la inflación, continuar saneando las finanzas públicas y reforzar la diversificación de la estructura productiva", indico el Srío de Hacienda.

Como las anteriores reestructuraciones, esta también ha sido un alivio momentáneo en el pesado servicio del pago de la deuda externa. Seguramente en lo futuro para lograr los objetivos del gobierno y reducir las transferencias al exterior, será necesario reestructurar nuevamente para diferir pagos y obtener nuevos recursos.

3.2.- EXPERIENCIA MEXICANA EN CAPITALIZACION DE PASIVOS

3.2.1.- Contexto general

El programa de conversión de deuda en México se inició en 1986 quedando regulado por el Convenio de Reestructuración de la Deuda Pública Externa del 29 de agosto de 1985 y por el Manual Operativo para la Capitalización de Pasivos y Sustitución de Deuda Pública por Inversión. En la cláusula 5.11 del convenio celebrado entre México y sus acreedores, ambas partes aceptaron que los acreedores tendrían la posibilidad de negociar los documentos en los que estaba consignada la deuda mexicana. El Manual Operativo preparado por la Secretaría de Hacienda y la Comisión Nacional de Inversiones Extranjera reguló a detalle el mecanismo de los swaps.

Posteriormente, en octubre de 1987 el programa fue suspendido debido al esfuerzo del Pacto de Solidaridad económica por frenar la inflación.

El 30 de marzo de 1990, la Secretaría de Hacienda y Crédito Público dió a conocer el nuevo programa de Intercambio de Deuda Pública por Capital. El gobierno mexicano decidió establecer nuevamente el programa basándose en el Paquete Financiero 1989-1992 suscrito con sus acreedores el 4 de febrero de 1990. El objetivo del programa es estimular la inversión extranjera y nacional en proyectos de infraestructura y en la desincorporación de activos del sector público.

Durante la primera parte de su vigencia, el programa mexicano fue considerado uno de los más grandes y más empleados en Latinoamérica. El gobierno mexicano siempre señaló que las conversiones de deuda tienen el objetivo principal de impulsar la inversión extranjera y añadir capacidad productiva a la economía.

Su suspensión se debió a la preocupación del gobierno acerca del impacto inflacionario y monetario de las conversiones. Las capitalizaciones estaban acelerando el crecimiento del déficit presupuestario puesto que México emplea deuda local para redimir su deuda externa.

Esta vez se señaló que el mecanismo no provocara presiones inflacionarias, debido a que no se hará ninguna emisión de circulante, además de que los recursos serán canalizados a programas del Plan Nacional de Desarrollo como son: turismo, infraestructura, comunicaciones, agricultura.

El mecanismo estuvo abierto a tenedores de deuda y a entidades o inversionistas extranjeros, restringiéndose su uso a los inversionistas mexicanos. Sin embargo, esta vez podrán participar personas físicas o morales, del país o del extranjero, aún cuando al momento de participar no sean tenedores de la deuda convertible.

Aún cuando el programa actual no funciona como antes, es importante señalar la experiencia que se obtuvo con los lineamientos anteriores.

En lo que se refiere al destino de las inversiones, México dió prioridad a industrias tales como el turismo y el sector de exportaciones. Otro popular sector fue el de las maquiladoras. El gobierno dió mejores descuentos si los bancos invertían en industrias prioritarias.

Los recursos también podían emplearse para el prepago de obligaciones con instituciones financieras nacionales o para el prepago de obligaciones con FICORCA.

Cabe señalar que también la industria automotriz estuvo bastante activa. La compañía Volkswagen hizo un intercambio de 141 millones en deuda pública mexicana por cerca de 130 millones de pesos. El banco agente fue Deutsche Bank quien adquirió la deuda en el mercado secundario por aproximadamente 80 millones, dando a Volkswagen una ganancia considerable. Algunas otras firmas de autos como Mercedes y Daimler-Benz, Nissan, Honda, Ford, General Motors y Chrysler, también llevaron a cabo conversiones.

Dentro de los participantes en el mercado de intercambio de deuda por inversión se incluyeron bancos europeos y estadounidenses, bancos de inversión internacional, bancos locales, corredores y firmas establecidas que requieren de asesoría en las inversiones. Dentro de los bancos más activos se encuentran Citibank, Bankers Trust, Chase Manhattan, Amex, y Manufacturers Hanover. La mayoría de los bancos actuaron como corredores solamente y no efectuaron conversiones.

La deuda elegible entonces era:

- a) Deuda directa de los Estados Unidos Mexicanos bajo el acuerdo de reestructuración con sus respectivas enmiendas.
- b) Préstamos paralelos de 1987
- c) Deuda reestructurada de la Comisión Federal de Electricidad, CONASUPO, Departamento del Distrito Federal.
- d) Otras deudas en un análisis caso por caso.

Un cambio importante que entonces tuvo lugar fue la entrada de México al GATT, la cual permitió al gobierno, reexaminar sus antiguas políticas monopolísticas que privaron a la nación de verdadero crecimiento y de competitividad en los mercados mundiales (6).

Por otro lado, las modificaciones que sufrió la regulación K de Estados Unidos, la cual norma las inversiones que los bancos estadounidenses pueden hacer, y que ahora les permite comprar el 100 % de empresas extranjeras no financieras en 33 países en desarrollo, alentaron el intercambio de deuda por inversiones en moneda extranjera.

El actual programa de intercambio de deuda, permitirá cancelar 3,500 mdd de valor nominal de deuda elegible del Paquete Financiero 1989-1992. La vigencia del programa será del 30 de marzo de 1990 al 30 de junio de 1992. En este esquema se señala como deuda convertible:

- a) Bonos de reducción de capital con garantía de principal e intereses (Bonos de descuento)
- b) Bonos de reducción de tasa con garantía de principal e intereses (Bonos a la par)
- c) Papel de deuda de los Estados Unidos Mexicanos sobre el cual, como resultado del Paquete Financiero 1989-1992, exista el compromiso de aportar dinero nuevo (Base de dinero nuevo)
- d) Aportaciones de dinero fresco, en cualquiera de sus cuatro modalidades, acordadas en el Paquete Financiero 1989-1992. (Dinero nuevo).

La operación e instrumentación del programa estará bajo la responsabilidad de un Comité Técnico Intersecretarial integrado por: Secretaría de Hacienda y Crédito Público, Secretaría de Programación y Presupuesto, Secretaría de Comercio y Fomento Industrial, Secretaría de la Contraloría General de la Federación y Banco de México.

Los derechos de intercambio se asignarán de acuerdo a las tasas de descuento ofrecidas, estableciéndose un mínimo de 35 % y en el caso de los bonos de descuento será del 0 %.

Estos derechos de intercambio podrán ser utilizados para:

- a) La adquisición de activos sujetos a desincorporación con algunas limitaciones.
- b) El financiamiento del componente nacional de proyectos de infraestructura elegibles.

Para que un proyecto sea declarado elegible, primeramente deberá ser sancionado por la dependencia coordinadora del sector en el que se piense llevar a cabo la inversión. Después será sometido a consideración por el Comité Técnico Intersecretarial el cual podrá declarar el proyecto como elegible o no. Además los inversionistas deberán sujetarse a la Ley para Promover la Inversión Mexicana y regular la Inversión Extranjera.

La deuda convertible no será cancelada hasta que el derecho de intercambio sea ejercido. Mientras tanto dicha deuda se continuará pagando de acuerdo a las condiciones del Paquete Financiero 1989-1992. Para ejercer su derecho de intercambio, los postores tendrán 18 meses a partir de la fecha de la subasta para ejercerlo en su totalidad. Al cancelarse la deuda, se abrirá una cuenta en pesos en la Tesorería de la Federación a nombre del inversionista por el equivalente en dólares del monto de la deuda convertible (considerado el descuento), proporcional al monto del derecho ejercido. El saldo de esta cuenta generará intereses capitalizables trimestralmente, los cuales deberán también utilizarse para financiar el proyecto.

El sector privado mexicano se manifestó a favor de la reapertura del programa de canje de deuda por inversión, pero señaló que debe manejarse con el mayor cuidado para evitar presiones inflacionarias. También indicaron que los intercambios deben autopagarse y ser 100 % productivos.

Este sector esta en condiciones de canalizar los siguientes tres anos, 5,000 mdd en infraestructura y compra de paraestatales a través del mecanismo de intercambio. La inversión de este monto será gradual debido a las presiones inflacionarias que puede generar el programa.

En este nuevo esquema deben vigilarse diversos factores, entre ellos cabe destacar el peligro de la fuga de capitales: un inversionista puede comprar una empresa por medio de un swap y luego venderla a un inversionista mexicano y con ese dinero comprar divisas y regresarlas a su país. Con este mecanismo debe buscarse no sólo el mayor descuento, sino también que la inversión permanezca en el país y además necesite del subsidio para ser rentable.

Asimismo, hay que vigilar que no se subsidie inversión que de cualquier manera se iba a hacer o que inhiba inversión nueva.

3.2.2.- ASPECTOS MACROECONOMICOS

Con la reapertura del programa de deuda por inversión, México da un giro a la política económica que venía llevando, pues abrió la inversión privada nacional y extranjera a sectores hasta entonces reservados para el estado.

El objetivo principal del esquema no busca una reducción significativa en el monto de la deuda, sino una ayuda al programa nacional de crecimiento.

La venta de paraestatales que hasta ahora son una carga para el gobierno, traerá consigo una disminución en el déficit interno. Deben contemplarse las paraestatales productivas como son las mineras, por ejemplo. En este aspecto debe señalarse que la cancelación de la deuda de las paraestatales también contribuirá a disminuir el pago de su servicio.

El esquema esta dirigido principalmente a aquellos bancos que escogieron en el Paquete Financiero 1989-1992 la opción número 3 que senala la entrega de recursos frescos. El gobierno busca canalizar estos fondos a inversión en sectores que favorezcan la generación de divisas. Con esto México se encontraría en mejores condiciones de pago.

El impacto que tendrán los 3000 mdd (contemplados en el programa) traducidos en inversión deberá reflejarse en una disminución del déficit gubernamental así como en la inflación.

Al haber también un mayor crecimiento, podrá fomentarse el empleo.

El mecanismo de deuda implica un prepago de deuda. Deuda externa a largo plazo es convertida en deuda interna a corto plazo que se monetiza en un periodo determinado por el proyecto de inversión financiado. La erogación de los recursos para el financiamiento deberá estar contemplado en el plan nacional económico para que no ocasione una emisión adicional de circulante. Asimismo deberá vigilarse que la tasa de interés interna no sea mucho mayor en términos reales que la externa.

En cuanto a las reservas internacionales, el gobierno tendrá mayores requerimientos financieros lo que puede ocasionar una caída en estas últimas.

El precio del papel mexicano en el mercado secundario es posible que se vea afectado puesto que aumentará la liquidez de este papel al haber un comprador de última instancia (gobierno federal) lo que hará que el precio suba rápidamente y podrá restar atractivo económico que pudiera haber en estas operaciones para el sector público.

La estrategia del mecanismo no se enfoca a la reducción en el servicio de la deuda por concepto intereses ni a la reducción en su saldo. Sin embargo la posible reducción en el pago de los intereses podría verse compensada por el prepago efectuado en el corto plazo. Es posible que se transfiera al exterior una proporción mayor del ahorro interno lo que traería como consecuencia una desaceleración del ritmo de la actividad económica interna.

Otros esquemas de conversión que se tratarán más adelante en el capítulo cuarto, permitirían eliminar los efectos negativos de las conversiones de deuda por inversión tradicionales.

3.2.3.- ASPECTOS FINANCIEROS

Como se mencionó anteriormente, el nuevo programa de conversión de deuda por capital, se encuentra abierto a inversionistas nacionales o extranjeros. Lo anterior dará lugar a un mercado (incierto, dada la legislación fiscal) en la deuda negociable y por lo tanto se tendrá una mayor variedad de inversiones.

Por otra parte, para evitar presiones inflacionarias, las operaciones de conversión requieren de racionamiento. Además, el subsidio implícito en los mismos aumenta la rentabilidad de las inversiones. Estos dos factores (racionamiento y subsidio) podrían retrasar los proyectos de inversión y su ejecución en el tiempo puesto que los inversionistas tendrán la opción de esperar a poder emplear el mecanismo para realizar cualquier proyecto de inversión o su ampliación.

Por lo anterior estas operaciones podrían sustituir el flujo de recursos frescos en la inversión extranjera nueva y se agravaría el problema del financiamiento de la cuenta corriente. Este efecto no se presenta solamente en la medida que las inversiones no se hubieran realizado en ausencia de conversión, es decir, también cuando hay adicionalidad.

3.2.4.- CASO PRACTICO

En capítulos anteriores se explicó el mecanismo de la capitalización de pasivos. Para visualizar mejor este mecanismo se ha incluido un ejemplo de una capitalización llevada a cabo en México durante la vigencia del programa de capitalización iniciado en 1986. Se trata de un ejercicio real y en consideración a los efectos futuros se retendrán los nombres de los participantes. Debido a que el programa actual se inició apenas el 30 de marzo de 1990 y aún no se llevan a cabo las subastas, no podemos incluir capitalizaciones actuales.

3.2.4.1.- Antecedentes de la empresa.-

Se trata una empresa cuyo objetivo principal es la fabricación, distribución, compra, venta, exportación, importación y comercio en tractores de oruga de una marca determinada. Nos referiremos a esta empresa como empresa Z.

En mayo de 1985, la empresa se encontraba en quiebra técnica pues su capital contable era negativo como lo indica el siguiente balance:

Balance al 31 de mayo de 1985

ACTIVO	(millones de pesos)
Activo circulante	9,271.4
Activo fijo	4,959.2
Activo diferido	6.9
Activo Total	<u>14,237.5</u>
PASIVO	
Pasivos a corto plazo	6,407.5
Pasivos a largo plazo	7,931.5
Créditos diferidos	4.2
Pasivo Total	<u>14,343.2</u>
Capital	<u>(105.7)</u>
Pasivo y Capital	<u>14,237.5</u>

Para agosto de 1985, los pasivos de la empresa se encontraban de la siguiente forma:

La realización de la propuesta anterior, requería de la autorización de la SHCP para que la empresa extranjera Y pudiera ser socio mayoritario. Permitiría prepagar 14 millones de deuda externa, así como salvaría a la empresa Z de la quiebra técnica, pero no la colocaría en una posición financiera sana.

Posteriormente apareció en México el programa de capitalización de pasivos y sustitución de deuda pública por inversión. La propuesta anterior aunada al empleo del programa, trajo consigo las siguientes ventajas:

- Una aportación limitada de capital en función del descuento.
- Aumento de capital por la venta de la empresa.
- Con una aportación limitada, la empresa se liberaría de sus pasivos y se encontraría en posibilidades de crecimiento.

La propuesta anterior se modificó entonces para quedar como sigue:

A) Capitalización del adeudo con FAEP por un monto de 505 millones de pesos

B) Aportación de recursos por parte de los accionistas para la capitalización del 100 % de la deuda externa de la empresa, correspondiente a 35 mdd de deuda reestructurada. El límite máximo acordado de aportación de capital sería de 25 millones de dólares. La entrega de los recursos necesarios para la compra del papel correspondiente se haría de acuerdo al siguiente porcentaje:

Empresa X	28 %
Empresa Y	72 %

C) X actuaría en la operación, además de como accionista, como agente financiero de Y.

D) X compraría papel de deuda reestructurada elegido por los acreedores de Z, para intercambiarlo por el papel de Z. Se estimó que los acreedores de Z cobrarían en el peor de los casos, una comisión hasta del 5 % por el intercambio. A pesar de ello, de esta forma, se evitaría el pago al gobierno del descuento que se aplicaría en el caso de venderse a este último. Además, por no ser un proyecto prioritario, el descuento posible aplicado por el gobierno sería de aproximadamente un 20 % de hacerse una capitalización indirecta.

E) Z emitiría acciones calificadas en favor de Y por el monto correspondiente al desembolso para la compra del papel reestructurado. La participación de X y Y en estas acciones será del 60 y 40 % respectivamente respetando las participaciones originales. Posteriormente Y vendería su parte correspondiente a X.

F) De acuerdo al monto capitalizado, al descuento obtenido y al tipo de cambio que se lleve a cabo la operación, se

Agosto, 1985

	Miles de millones de pesos	Millones de dólares
Pasivo en pesos	6.58	22.7
Pasivo en dólares	10.15	35.0
Capital	- 2.50	- 8.6
	-----	-----
	14.23	49.1

El adeudo de 35 millones de dólares correspondía a deuda reestructurada con los siguientes bancos extranjeros:

Industrial Bank of Japan	10 mdd
Sanwa bank	10 mdd
Sumitomo Bank	5 mdd
Fuji Bank	5 mdd
Harris Bank	5 mdd

En cuanto se refiere a la deuda denominada en pesos, es importante señalar que 505 millones correspondían al adeudo con el Fondo de Apoyo a la Empresa Pública (FAEP).

En septiembre de 1986, el capital social de la empresa ascendió a 1,600 millones de pesos los cuales estaban suscritos de la siguiente manera:

Accionista	Nacionalidad	Inversión (millones de pesos)	Participación

Empresa X	mexicana	928.0	58.0 %
Empresa Y	japonesa	640.0	40.0 %
otra	mexicana	28.8	1.8 %
otra	mexicana	1.6	0.1 %
otra	mexicana	1.6	0.1 %

Se considera la participación de X más las otras como una sola, (participación gubernamental) es decir el 60 % del capital social que representa una inversión de 960 millones.

3.2.3.2.- Propuestas

Como se muestra en el punto anterior, la situación de la empresa requería de un aumento de capital. Se planteó entonces una capitalización de pasivos, es decir, una operación de

limpieza de sus pasivos para lograr su crecimiento. Por otro lado, el accionista extranjero se encontraba con muchas barreras para poder exportar desde su país, por lo que el requería de tener mayor participación en esta empresa para poder aprovechar las ventajas de la exportación desde México.

Entonces se hizo la propuesta para el saneamiento de la empresa que consistió básicamente en lo siguiente:

- Capitalizar 505 millones de pesos del adeudo con el FAEP
- La empresa Y aportaría 14 millones de dólares de capital, los cuales se utilizarían para el pago parcial de la deuda externa de la empresa Z
- El resto de la deuda (21 millones) se registraría en FICORCA al tipo de cambio de agosto de 1984 (172 pesos/dólar) y estaría avalada por X y por Y. Cada una de estas instituciones avalaría la mitad de la deuda. En caso de que FICORCA no aceptara este tipo de cambio sino el de julio de 1985 (228 pesos/dólar) se requeriría de los socios una aportación adicional de 1,200 millones de pesos (4 millones de dólares al tipo de cambio libre vigente en ese momento). Si el tipo de cambio fuera el de septiembre de 1985 la aportación adicional sería de 2400 millones de pesos equivalente a 7 millones de dólares.

Tomando como base los datos de agosto de 1985 y realizando las siguientes acciones:

- Capitalización de 500 millones de pesos
- Aportación de 14 millones de dólares de capital
- Registro en FICORCA a tipo de cambio menor al de septiembre de 1985 o aportación de 7 millones de dólares

se obtendría por resultado lo siguiente:

	Miles de millones de pesos	Millones de dólares
Pasivo en pesos	6.08	21.0
Pasivo en dólares	4.06	14.0
Capital Contable	4.09	14.1
	-----	-----
TOTAL	14.23	49.1

Analizando estos resultados, suponiendo que todo el pasivo a largo plazo fuera igual al pasivo en dólares, la relación del pasivo con el capital es de 1.0. Se determinó en ese entonces que en la industria metalérgica y de autopartes esa relación oscilaba entre el 0.4 y 0.6. Para llegar a esta proporción los resultados anteriores deberían ser:

	0.4	0.6
Pasivo a largo plazo	8.0	10.5
Capital Contable	20.1	17.6

Para llegar a los resultados anteriores, el monto de la deuda a ser capitalizable debería incrementarse en 3.5 a 6 millones de dólares adicionales.

determinarán los porcentajes finales de participación de cada accionista. La empresa mexicana X deberá tener un mínimo del 30 % del capital.

G) Y vendería las acciones comunes a X para llegar al porcentaje de participación final determinado en el punto anterior.

H) Se aumentaría el capital social de la empresa. Para este efecto se realizaría una capitalización por revaluación de activos, respaldada por la emisión de acciones señalada en el inciso E. Esta revaluación tendría un límite establecido de acuerdo a la inflación y a otros factores.

3.2.4.3.- Análisis Financiero.-

Para llevar a cabo la operación fue necesario hacer un análisis minucioso de los efectos que este traería a la empresa y a los accionistas.

Como primer punto, fue necesario establecer las fórmulas para determinar el porcentaje de participación final de cada accionista.

Se mencionó anteriormente que X aportaría el 28 % de los recursos necesarios para la capitalización, mientras que Y aportaría el resto.

Partiendo de este punto el total aportado más su participación actual de cada accionista sería de :

$$\text{Participación total de X} = dc * (1-dp+ci) * tc * ax + px + c.faeap$$

$$\text{Participación total de Y} = dc * (1-dp+ci) * tc * ay + py$$

donde:

dc= Deuda capitalizada (35 millones de dólares)
 dp= Descuento obtenido en la compra de papel
 ci= Comisión pagada a los acreedores de Z por el intercambio
 tc= Tipo de cambio
 ax= Aportación de X (28 %)
 ay= Aportación de Y (72 %)
 px= Participación actual de X, 960 millones de pesos
 py= Participación actual de Y. 640 millones de pesos
 c.faeap= Capitalización de FAEP

Por otro lado, el capital total sería entonces,
 Capital total= 1600 + 504.5 + dc * (1-dp+ci) * tc
 donde:

dc= Deuda capitalizada (35 millones de dólares)
 dp= Descuento obtenido en la compra de papel
 ci= Comisión pagada a los acreedores de Z por el intercambio
 tc= Tipo de cambio

De lo anterior se deriva el porcentaje final de cada accionista, el cual estará determinado por la siguiente razón:

$$\text{Porcentaje de Participación Final de X} = \frac{dc * (1-dp+ci) * tc * ax + px + c. faep}{1600 + 504.5 + dc * (1-dp) * tc} = \text{PFX}$$

$$\text{Porcentaje de Participación Final de Y} = \frac{dc * (1-dp+ci) * tc * ay + py}{1600 + 504.5 + dc * (1-dp) * tc} = \text{PFY}$$

De la fórmula anterior se deriva la fórmula correspondiente a la emisión de acciones a favor de Y: el monto de estas acciones será igual al monto del desembolso para la compra del papel reestructurado, es decir:

$$\text{Emisión de Acciones Calificadas} = dc * (1-dp+ci) * tc$$

Si se considera la comisión (5 %) que los bancos tenedores quieren por efectuar el swap dentro del descuento al que se conseguiría el papel en el mercado, se tiene las siguientes observaciones:

Monto por Capitalizar	Comisión (5 %)	Descuento Min.
(millones de dólares)	(millones de dol)	
35	1.75	33.57
30	1.5	21.67

De julio a septiembre de 1986 el precio del papel mexicano se movió en un rango de 46 a 62 %, por lo que los descuentos mínimos se cumplieron por amplio margen.

La siguiente simulación nos sitúa dentro de los rangos en los que se encontrarían las participaciones finales de cada accionista:

PORCENTAJES DE PARTICIPACION (MONTO POR CAPITALIZAR: DLS. 35 MILLONES)

Comisión (%)	Descuento Bruto (%) (mercado)	Descuento Inversinista Neto (%)	Inversinista	740	Tipo de Cambio			
					800	860	920	
5	40	35	X	0.326212	0.323106	0.320390	0.3179	
			Y	0.673788	0.676894	0.679610	0.6820	
4	40	36	X	0.326853	0.323708	0.320959	0.3185	
			Y	0.673147	0.676292	0.679041	0.6814	
3	40	37	X	0.327512	0.324328	0.321545	0.3190	
			Y	0.672488	0.675672	0.678455	0.6809	
5	50	45	X	0.333533	0.330001	0.326906	0.3241	
			Y	0.666467	0.669999	0.673094	0.6758	
4	50	46	X	0.334395	0.330814	0.327675	0.3249	
			Y	0.665605	0.669186	0.672325	0.6750	
3	50	47	X	0.335285	0.331653	0.328470	0.3256	
			Y	0.664715	0.668347	0.671530	0.6743	

PORCENTAJES DE PARTICIPACION (MONTO POR CAPITALIZAR: DLS. 30 MILLONES)

Comisión (%)	Descuento Bruto (%) (mercado)	Descuento Inversinista Neto (%)	Inversinista	740	Tipo de Cambio			
					800	860	920	
5	40	35	X	0.332934	0.329436	0.326372	0.3236	
			Y	0.667066	0.670564	0.673628	0.6763	
4	40	36	X	0.333655	0.330115	0.327014	0.3242	
			Y	0.666345	0.669885	0.672986	0.6757	
3	40	37	X	0.334395	0.330814	0.327675	0.3249	
			Y	0.665605	0.669186	0.672325	0.6750	
5	50	45	X	0.341144	0.337188	0.333714	0.3306	
			Y	0.658856	0.662812	0.666286	0.6693	
4	50	46	X	0.342107	0.338100	0.334578	0.3314	
			Y	0.657893	0.661900	0.665422	0.6685	
3	50	47	X	0.343101	0.339040	0.335470	0.3323	
			Y	0.656899	0.660960	0.664530	0.6676	

Como se puede observar en las simulaciones anteriores, en términos de participación, al ser el descuento menor, Y aumenta su porcentaje y X lo disminuye. Para evitar lo anterior, podría utilizarse la alternativa de manejar la comisión independiente del descuento, entonces los porcentajes de participación sólo dependen del descuento del mercado.

La siguiente fórmula a determinar fue la del monto de los activos revaluados. El inciso H del punto anterior explica la necesidad de una revaluación de activos por capitalización, respaldada por la emisión de acciones a favor de Y. La participación correspondiente a Y (40%), considerando tanto las acciones originales como las obtenidas mediante la capitalización por revaluación de activos, deberá ser suficiente para que al venderlas a X se pueda lograr la participación accionaria determinada anteriormente.

El cuadro siguiente muestra la modificación del capital a través del proceso de capitalización :

MODIFICACION DEL CAPITAL DE LA EMPRESA Z A LO LARGO DEL PROCESO DE CAPITALIZACION			
	TOTAL	X	Y
Capital Actual	1,600	960	640
Capitalización por revaluación (CR)	CR	.60 CR	.40 CR
Capital después de Capitalización por Revaluación (AR)	$1,600+CR=AR$	$960+.60 CR$	$640+.40 CR$
FAEP	504.5	504.5	
Deuda Capitalizada (Max 25 millones)	$dc*(1-dp+ci)*tc$		$dc*(1-dp+ci)*tc$
Compra venta de Acciones		$640+.40 CR$	$(640+.40 CR)$
Distribución final del Capital	$AR+504.5+$ $(dc*(1-dp+ci)*tc)$	$CR+1,600+504.5$	$dc*(1-dp+ci)*tc$
Porcentaje de participación final	100 %	PFX	PFY

Del cuadro anterior podemos determinar la fórmula de los activos revaluados capitalizados (incluye capital social original):

siendo AR la incógnita a determinar correspondiente a los activos revaluados se tiene:

$$\begin{aligned}
 dc * (1-dp+ci) * tc &= PFY (AR + 504.5 + (dc * (1-dp+ci) * tc)) \\
 &= PFY AR + 504.5 PFY + PFY (dc * (1-dp+ci)*tc) \\
 PFY AR &= (1-PFY) (dc * (1-dp+ci)* tc) - 504.5 PFY \\
 AR &= \frac{(1-PFY) (dc * (1-dp+ci)* tc) - 504.5 PFY}{PFY}
 \end{aligned}$$

para establecer la fórmula en función de PFX,

$$AR = \frac{(dc * (1 - dp+ci)* tc) PFX}{(1-PFX)} - 504.5$$

Debe recordarse que Y venderá el 40% de AR para llegar al porcentaje de participación determinado anteriormente.

El monto mínimo del capital, posterior a la capitalización por revaluación de activos, que incluye el capital social original por 1,600 millones de pesos, dependerá del tipo de cambio y del descuento en la compra del papel reestructurado, conforme al siguiente cuadro:

MINIMO ACTIVO REVALUADO NECESARIO PARA CAPITALIZAR DLS. 35 MILLONES
(millones de pesos)

Tipo de Cambio	DESCUENTO NETO					
	35	36	37	45	46	47
740	7646.12	7544.14	7442.13	6624.41	6521.96	6419.45
800	8183.01	8072.95	7962.85	7080.60	6970.10	6859.55
860	8719.09	8600.94	8482.75	7535.87	7417.30	7298.68
920	9254.51	9128.26	9001.97	7990.38	7863.74	7737.04

MINIMO ACTIVO REVALUADO NECESARIO PARA CAPITALIZAR DLS. 30 MILLONES
(millones de pesos)

Tipo de Cambio	DESCUENTO NETO					
	35	36	37	45	46	47
740	6697.55	6609.77	6521.96	5817.61	5729.30	5640.92
800	7159.50	7064.82	6970.10	6210.66	6115.48	6020.24
860	7620.53	7518.94	7417.30	6602.66	6500.59	6398.46
920	8080.81	7972.29	7863.74	6993.79	6884.82	6775.80

También hubo que considerar, que en la deuda de Z había conversión a divisas domésticas (yenes), por lo que también era

necesario comprar un papel de deuda en yenes por el equivalente al monto convertido hasta ese momento (alrededor de 1.5 millones de dólares convertidos a yenes). Este monto no se incluyó en la fórmula de participación puesto que disminuía el porcentaje de X en aproximadamente 0.14 % como lo señala el siguiente ejemplo:

Si suponemos una comisión de 5 %, un descuento en el mercado de 50 % y un monto a capitalizar de 35 millones de dólares, tenemos entonces:

	INVERSIONISTA	PORCENTAJE DE PARTICIPACION	
		TIPO DE CAMBIO	
		800	920
Sin considerar la conversión en la fórmula	X	0.326906	0.324172
	Y	0.673094	0.675828
Considerando la conversión en la fórmula	X	0.325491	0.322829
	Y	0.674509	0.677171
Disminución de participación de X (%)		0.001415	0.001343

Dado el resultado anterior, este monto debía capitalizarse también pero no debía incluirse en la fórmula. Para hacer el intercambio de papel en yenes, se requería de la compra de esta divisa y se tenían varias opciones:

1) Comprar Yenes.-

Se tenía la opción de comprar los yenes con aproximadamente 3 meses de anticipación a la fecha del swap, sin embargo, dadas las enormes tasas nominales y reales entonces prevalecientes en México, se tenía un costo de oportunidad para invertir en otro instrumento.

2) Swap de divisas.-

Efectuar un swap para intercambiar el riesgo dolar/yen. Los yenes se necesitaban para una fecha determinada, por lo que era difícil encontrar una contraparte.

3) Contrato a futuro de divisas.-

Debido a las fluctuaciones que había tenido el tipo de cambio, el riesgo que se corría con este instrumento era grande.

4) Opción de divisa.-

A un costo limitado se cubría el riesgo de las fluctuaciones ya que la mayor pérdida posible sería la prima, que es el monto depositado a la compra de la opción.

En virtud de las desventajas que presentaban las tres primeras opciones, se tomó la decisión de comprar una opción de divisa en el mercado de Londres.

Para comprender mejor el funcionamiento de este mecanismo, a continuación se incluye un breve resumen de como funciona:

Las opciones de divisa en el mercado son un medio para distribuir el riesgo. El precio de las opciones de divisas es relativo a los precios de otros instrumentos financieros incluyendo la divisa y las tasas de depósito doméstica y extranjera.

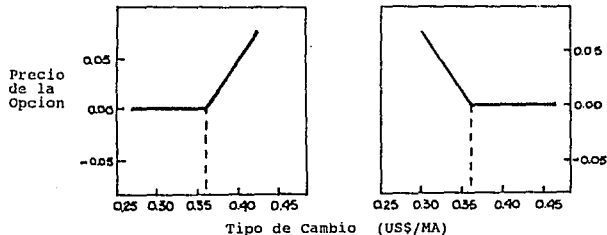
Hay dos tipos de opciones:

a) Opción de compra: Es el derecho a comprar una divisa a un precio determinado (precio de perfeccionamiento) por un periodo limitado de tiempo. Se precio será: el tipo de cambio del día menos el "precio de perfeccionamiento"

b) Opción de venta: Es el derecho a vender una divisa a un precio determinado (precio de perfeccionamiento) por un periodo limitado de tiempo. El precio de esta opción de venta será: el "precio de perfeccionamiento" menos el tipo de cambio del día.

Las siguientes gráficas muestran un ejemplo de como se comportan los precios de estas opciones a su fecha de vencimiento:

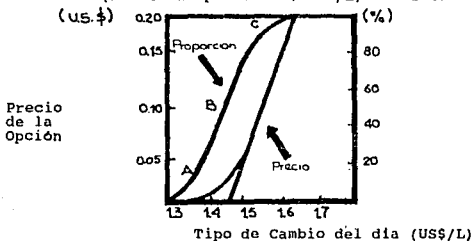
PRECIO AL VENCIMIENTO DE OPCIONES DE COMPRA Y VENTA
DE UN MARCO ALEMAN
(Precio de perfeccionamiento US\$ 0.36 / MA)



Cuando se compra una divisa, los precios futuros de la divisa señalada no son conocidos. La volatilidad esperada, es uno de los más importantes factores en la determinación del precio de la opción.

Otro factor que puede hacer variar el precio de la opción, es el movimiento en el tipo de cambio del día. En el caso de una opción de compra de divisa, el efecto es muy pequeño cuando el tipo de cambio del día se hace más pequeño que el "precio de perfeccionamiento", sin embargo el efecto es casi del 100% del movimiento cuando se hace cada vez más grande que el "precio de perfeccionamiento". La siguiente grafica ilustra un ejemplo:

EFFECTO DEL MOVIMIENTO DEL TIPO DE CAMBIO DEL DIA
EN EL PRECIO DE UNA OPCION DE COMPRA
(Precio de perf.= US\$1.45/L, vencimiento = 91 días)



En lo que se refiere a los movimientos en las tasas de interés, estos afectan el precio de la opción, en la medida en que tienen influencia en los precios inmediatos y futuros de la divisa. Un incremento en la tasa doméstica tiende a subir el precio de la opción de compra y a bajar el de venta; sin embargo un aumento en la tasa extranjera tiende a bajar los precios de la opción de compra y a subir los de venta.

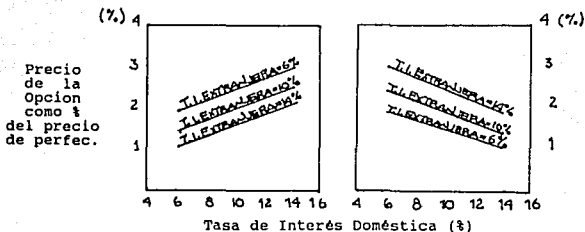
Esto se debe a que el aumento en la tasa doméstica eleva el "costo de tener" la divisa, lo que hace la opción de compra más atractiva para los inversionistas y su precio sube. El "costo de tener" la divisa hace la diferencia entre la tasa doméstica y extranjera. Así como un aumento en la tasa doméstica aumenta el "costo de tener" la divisa, un incremento en la tasa de interés extranjera lo reduce.

La siguiente gráfica muestra el comportamiento de los precios de las opciones:

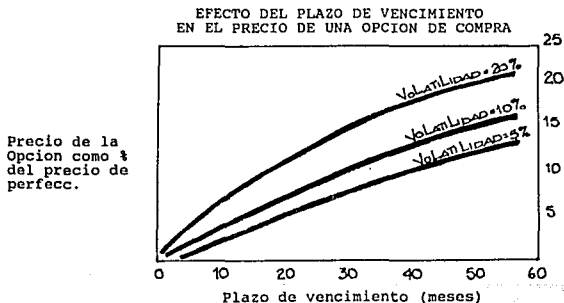
EFFECTO DE LAS TASAS DE INTERES DOMESTICA Y EXTRANJERA
EN EL PRECIO DE LA OPCION

(Volatilidad = 10% , vencimiento = 3 meses)

* se asume que el tipo de cambio del día no cambia

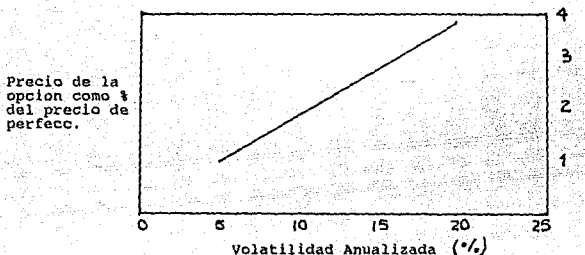


Otra variable que también interviene es el vencimiento. El precio de una opción con un plazo más largo de vencimiento será mayor que el de vencimiento más corto. El mayor plazo de vencimiento incrementa la posibilidad de mayores movimientos de precios y por lo tanto mayores beneficios, lo que la hace más valiosa. La siguiente gráfica muestra como cambia el precio de una opción a medida que cambia el vencimiento:



Una de las variables más importantes en establecimiento del precio de una opción es la volatilidad esperada en el precio inmediato. Es esta incertidumbre en los precios futuros de las divisas lo que hace a las opciones, inversiones que valen la pena. Mientras más alta la fluctuación, más alto el precio de la opción. La siguiente gráfica muestra la relación entre el precio de la opción y la volatilidad esperada de la divisa:

EFFECTO DE LA VOLATILIDAD ESPERADA
EN EL PRECIO DE UNA OPCION DE COMPRA
(vencimiento = 3 meses) (%)



Los precios en las opciones de compra y venta son afectados por las diversas variables de la siguiente forma:

INCREMENTO DE LA VARIABLE	EFFECTO EN EL PRECIO DE LA OPCION DE COMPRA	EFFECTO EN EL PRECIO DE LA OPCION DE VENTA
Tipo de cambio del día	Aumenta	Disminuye
Precio de Perfeccionamiento	Disminuye	Aumenta
Tasa de interés doméstica	Aumenta	Disminuye
Tasa de interés extranjera	Disminuye	Aumenta
Vencimiento	Aumenta	Aumenta
Volatilidad	Aumenta	Aumenta

Con el fin de medir el precio de una opción, utilizamos las fórmulas desarrolladas en años recientes. Una versión de la fórmula de Black-Scholes para encontrar el precio de una acción, se ha modificado para las opciones de divisas. Esta fórmula ocupa siete variables, seis de ellas observables:

PRECIO DE LA OPCIÓN DE DIVISA = Función de {
 Compra o Venta , Precio de Tipo de Perfecc. , cambio del día
 Tasa de Interés Doméstica , Tasa de Interés Extranjera , Vencimiento
 Volatilidad esperada }

La única que no puede observarse es la volatilidad esperada de la divisa. Esta variable también llamada volatilidad implícita es una medida subjetiva pero efectiva, que se considera en el precio de una opción. Es subjetiva porque la gente tiene diferentes perspectivas en la volatilidad futura.

Deben considerarse los siguientes puntos en el empleo de las fórmulas de determinación de precios de opciones:

- Las fórmulas no incluyen comisiones e incluyen algunas suposiciones acerca del comportamiento de los precios de las divisas y de las tasas de interés doméstica y extranjera, por lo que los precios de mercado diferirán un poco de los precios teóricos.
- La liquidez en los mercados esta reflejada por los márgenes de oferta/demanda, lo que incrementará un poco la diferencia entre el precio de mercado y precio teórico.

La siguiente fórmula determina el precio para una opción europea:

$$\text{PRECIO DE UNA OPCION DE COMPRA} = [e^{-r_f T} \cdot S \cdot N(\gamma + \sigma\sqrt{T})] [e^{-r_d T} \cdot K \cdot N(\gamma)]$$

$$\text{PRECIO DE UNA OPCION DE VENTA} = \{e^{-r_f T} \cdot S \cdot [N(\gamma + \sigma\sqrt{T}) - 1]\} \{e^{-r_d T} \cdot K [N(\gamma) - 1]\}$$

$$\text{donde } \gamma = \frac{\ln\left(\frac{S}{K}\right) + [r_d - r_f - \left(\frac{\sigma^2}{2}\right)] T}{\sigma\sqrt{T}}$$

- S = Precio inmediato
- K = Precio de perfeccionamiento
- r_d = Tasa de interés doméstica
- r_f = Tasa de interés extranjera
- T = Plazo de vencimiento
- N(·) = Función de la distribución normal acumulada
- ln(·) = Función de logaritmo natural
- σ = volatilidad

Volviendo a nuestro caso, un opción de compra era el instrumento más adecuado para la adquisición de yenes. Como se dijo anteriormente, la única variable que no es observable es la volatilidad, por lo que se consideró la indicación del mercado de futuros de Filadelfia.

Para comparar el precio al que se compraría la opción, se obtuvo el precio teórico con la fórmula anteriormente indicada, existiendo una diferencia poco significativa por lo que se compró al precio ofrecido. Posteriormente, es decir en la fecha del swap, se ejerció el derecho de compra.

3.2.4.4.- Aspecto fiscal

En relación al tratamiento fiscal de la operación se determinó lo siguiente:

En el esquema se aumenta el capital social de Z por medio de la revaluación de sus activos fijos así como la capitalización de su deuda con bancos extranjeros, en ambas operaciones no se generaban obligaciones de índole fiscal.

Sin embargo por la adquisición de acciones de Z, propiedad de Y, la empresa X en base a lo dispuesto en los párrafos primero y segundo del artículo 151 de la Ley del Impuesto sobre la renta, debería retener el impuesto del 20 % sobre el monto total de la operación, sin deducción alguna y lo enteraría mediante declaración dentro de los quince días siguientes a la obtención del ingreso.

Para compensar en el tiempo el pago de este impuesto, habría que pedir una autorización a la SHCP para un traslado de las ganancias a ejercicios futuros, y así disminuir su impacto.

Observaciones:

Un punto que no puede dejarse a un lado en la conveniencia de la utilización de los swaps de deuda por capital o inversión es el fiscal. Las recientes modificaciones a la Ley del Impuesto sobre la Renta hacen necesario analizar el impacto del impuesto sobre la enajenación de activos financieros por parte de los intermediarios a agentes financieros mexicanos en los swaps. Pues de otro modo se tendría un impacto fiscal por utilidad y sobre la operación de compra-venta del propio papel que se capitalice.

3.2.4.5.- Acciones

La segunda parte importante del análisis consistió en el establecimiento de las acciones a seguir y su ejecución en el tiempo. Era necesario determinar el tiempo en que se llevaría a cabo la operación pues había riesgo por los siguientes puntos:

- Riesgo de devaluación yen/dólar
- Riesgo en la fluctuación del descuento del papel en el mercado

Se estableció un plazo máximo de 28 días para realizar la operación en función del cierre fiscal de la empresa.

Las acciones previas a la operación serían las siguientes:

- Negociación de las condiciones de intercambio con los bancos acreedores
- Obtención por parte de X de la autorización de la SHCP (incluye la aprobación de la Comisión de Inversiones Extranjeras)
- Obtención por parte de X de la autorización de FAEP para la capitalización
- Obtención por parte de X de la autorización de SECOFI

El siguiente esquema determina la ruta a seguir posterior a las acciones anteriores:

Como puede observarse la reunión del consejo es el último punto, pues ahí comienza una nueva etapa de la empresa Z con nuevos funcionarios.

3.2.4.6.- Resultados

Los resultados obtenidos en la instrumentación del esquema fueron los siguientes:

Deuda capitalizada= 35 millones de dólares
 descuento del papel= 32%
 comisión a los acreedores= 3%
 descuento neto= 35%
 tipo de cambio= 800 pesos/dólar

Con las variables anteriores se obtuvieron los siguientes porcentajes de participación:

PFX= 32.3106%

PFY= 67.6894%

Las acciones emitidas a favor de Y tuvieron un monto de:

emisión de = 18,200 millones de dólares
 acciones

Los activos revaluados capitalizados incluyendo el capital original:

AR = 8,183.02 millones de dólares

La empresa Y vendió el 40 % de AR a X para llegar a la participación anterior.

El capital final de la empresa fue de 26,887.52 millones de dólares.

Las ventajas que tuvo la instrumentación de este esquema fueron las siguientes:

1.- Dado que se trató de una capitalización de pasivos directa, no hubo desembolso de pesos por parte de la Tesorería de la Federación, y no hubo descuento aplicable por parte de la SHCP, sino que la prima aplicable quedó a beneficio de la sociedad.

2.- La empresa Z quedó en una posición financieramente sana, (con una aportación limitada de nuevos recursos), ya que desaparecieron la mayor parte de sus pasivos.

3.- Se permitió lograr uso de los objetivos de la administración vigente en ese entonces, consistente en el saneamiento de las finanzas públicas, y la disminución de su participación en empresas paraestatales no prioritarias, mediante el esquema de capitalización de deuda reestructurada.

4.- Se logró una mayor participación del inversionista extranjero, tanto en la cobertura de las necesidades financieras de la empresa como en la satisfacción de los requerimientos de la tecnología y de generación de divisas, dado el programa de exportaciones de la empresa ya reconstituida.

Supongamos que existen 10 empresas similares que efectuaran la misma operación y su deuda externa reestructurada se encontrara en el rango 30- 60 mdd.

Efectuando un análisis de regresión simple tendríamos:

DEUDA EXTERNA REESTRUCTURADA DE LA EMPRESA (mdd)		Y CON RESPECTO AL SALDO DE LA DEUDA A D.C. 88		I		I ²		Y ² + b I	
X	Y	I = X - I	I ²	I Y	I ²	I Y + b I	I ²	I Y + b I	I ²
31	0.0332	-14.90	222.01	-0.4952	222.01	0.0833	222.01	0.0833	222.01
34	0.0365	-11.90	141.61	-0.4338	141.61	0.0866	141.61	0.0866	141.61
38	0.0407	-7.90	62.41	-0.3219	62.41	0.091	62.41	0.091	62.41
42	0.0450	-3.90	15.21	-0.1754	15.21	0.0954	15.21	0.0954	15.21
45	0.0482	-0.90	0.81	-0.0434	0.81	0.0987	0.81	0.0987	0.81
49	0.0525	3.10	9.61	0.1629	9.61	0.1031	9.61	0.1031	9.61
50	0.0536	4.10	16.81	0.2198	16.81	0.1042	16.81	0.1042	16.81
53	0.0568	7.10	50.41	0.4035	50.41	0.1075	50.41	0.1075	50.41
57	0.0611	11.10	123.21	0.6784	123.21	0.1119	123.21	0.1119	123.21
60	0.0643	14.10	198.81	0.9070	198.81	0.1152	198.81	0.1152	198.81
$\sum X = 459$	$\sum Y = 0.4921$	$\sum X^2 = .00$	$\sum Y^2 = 0.9016$	$\sum XY = 840.90$	$\sum X^2 = 840.90$	$\sum Y^2 = 0.9929$			

$$\bar{X} = 45.9$$

$$\bar{Y} = .0492$$

$$\sum XY = .9016$$

$$Y = .0492 + .0011 X$$

$$a = .0492$$

$$\sum X = 840.90$$

$$b = .0011$$

Tomando el ejemplo anterior, en este caso el saldo de la deuda externa (considerando el saldo a diciembre de 1988), disminuiría en aproximadamente un 1 %. Si consideramos 30 empresas dentro de este mismo rango tendríamos que la deuda disminuiría en aproximadamente 2,798 mdd.

Como puede observarse, la cifra no es significativa, sin embargo, retomando las ventajas señaladas anteriormente, no habría desembolso de la Tesorería así como habría una disminución de la participación en empresas paraestatales.

NOTAS DEL CAPITULO TERCERO

- (1) SHCP, "Deuda Pública Externa Mexicana", p. 23
- (2) Ibid, p. 27
- (3) Ibid, p.112
- (4) Jose Angel Gurria, "Debt Restructuring: México a case study", manuscrito para ser publicado en S. Griffith y otros, p. 49
- (5) El Financiero, Noviembre 14, 1988, p. 30
- (6) EUROMONEY, "Global debt, the equity solution", Enero 1988, p.50

CAPITULO CUARTO.- PERSPECTIVAS DE LA CAPITALIZACION DE PASIVOS

En los capítulos anteriores se ha mostrado la necesidad que tienen los PED para reducir el servicio de su deuda externa, pues esta última ha estancado sus economías y por lo tanto se han encontrado con problemas como déficits gubernamentales, disminución de sus exportaciones, inflación, problemas sociales cada vez mayores, etc.. Asimismo hemos visto los esfuerzos realizados tanto por los gobiernos deudores como por los organismos financieros internacionales y gobiernos acreedores, para encontrar mecanismos de disminución de la deuda externa y así reducir las transferencias al exterior por parte de los grandes países deudores.

Sin embargo, el servicio de la deuda para estos países sigue siendo una pesada carga. En el caso mexicano, podemos mencionar, que se han buscado mecanismos para aligerar el servicio de su deuda sin lograr beneficios extraordinarios. El Programa de Conversión de Deuda Pública por Capital iniciado en 1986, no produjo los beneficios que se esperaban. Los efectos monetarios, fiscales y de reservas internacionales adversos llevaron al gobierno a suspender el programa en 1987. Posteriormente, de la operación de " Bonos Cupón Cero ", podemos decir que su éxito fue modesto. En cuanto al nuevo programa de conversión de deuda iniciado en marzo de 1990, el monto de 3000 mdd autorizado para ser convertido, no es un monto significativo. Además debemos esperar a que el gobierno lo maneje cuidadosamente para evitar que se presenten nuevamente las presiones inflacionarias como en 1986.

Es por todo lo anterior que, adicionalmente a los mecanismos hasta ahora utilizados, es necesario buscar y estudiar otros mecanismos que ayuden a reducir las transferencias al exterior. La idea principal es capturar el descuento de los UMS (papel de deuda pública mexicana) ofrecido en el mercado secundario sin utilizar recursos propios.

Estos mecanismos deben ser autofinanciables, es decir que no impliquen un aumento significativo del servicio en el corto plazo. Son instrumentos alternativos al swap tradicional, excepto que se busca minimizar sus efectos desfavorables.

Los instrumentos de este tipo que destacan son los siguientes:

a) Intercambio de deuda por exportaciones.-

Estos instrumentos consistirían básicamente en garantizar nuevos bonos por exportaciones. El gobierno o una institución financiera autorizada por éste, emitiría un bono con un plazo mínimo de 5 años y una tasa de interés de libor más 13/16 sobre saldos insolutos. Los suscriptores del bono recibirían un premio, es decir, los bonos emitidos serían por un valor nominal mayor en cierta proporción, determinada por el mercado, que los recursos obtenidos. Con estos fondos

se compraría deuda externa mexicana a descuento. Los bonos estarían garantizados por un contrato de exportación, lo que disminuiría su riesgo sensiblemente, permitiendo su colocación a tasas de interés muy inferiores a las implícitas en el valor del mercado del UMS.

Este mecanismo aumentaría en términos reales el volumen por exportación generando mayor estabilidad en el ingreso de este concepto. Asimismo, habría incentivos para el exportador.

b) Intercambio de deuda por Importaciones.-

En este caso el mecanismo consiste en utilizar una línea de crédito bilateral disponible en alguna institución financiera nacional para el financiamiento de importaciones ya sea del sector público o privado. Esta línea de crédito sería prepagada a la institución financiera nacional por el importador recibiendo un premio por realizar la transacción el cual se encontraría en el rango de un 5 a un 10 %. Con los recursos que obtiene la institución financiera, se compra papel de deuda mexicana a descuento, es decir, que esta compra de UMS se financia a mediano plazo (5 a 10 años) con crédito de instituciones bilaterales.

c) Fondo para inversiones en México o Macro-swaps.-

Este instrumento consistiría en el esquema básico de conversión de deuda con excepción de algunas restricciones adicionales.

Los inversionistas entregarían al gobierno UMS, el cual la cancelaría de inmediato, habiendo desde este momento un ahorro en el pago de intereses. Cuando el gobierno cancelara la deuda, crearía un depósito en la Tesorería de la Federación por un monto igual al valor de mercado de la deuda más un premio. Esta cuenta pagaría intereses de libor más 13/16 sobre saldos insolutos. El inversionista podría disponer hasta el 20 % de este monto por cada año, es decir, el plazo mínimo serían 5 años. El uso de estos fondos quedaría restringido a activos fijos. En el caso de que los inversionistas no presentaran proyectos en el año correspondiente, los recursos podrían emplearse para otro tipo de inversión al año siguiente.

La principal ventaja de estos tres instrumentos es su monetización en el mediano plazo así como que son autofinanciables, lo que no provoca presiones en las tasas de interés. Tampoco sería necesario utilizar las reservas para su financiamiento.

Los mecanismos anteriores podrían eliminar los efectos negativos, que ya hemos venido mencionando, de los swaps tradicionales.

Fiscalmente, estos mecanismos, al ser autofinanciables no tienen repercusiones directas sobre el presupuesto de egresos, las variables monetarias, las tasas de interés y los tipos de cambio. Esto se debe a que se financian con las exportaciones, importaciones y la conversión de deuda, pero lo importante es que se financian por un periodo suficientemente largo evitando así que el flujo de su servicio sea significativamente superior al de la deuda actual.

Con estos instrumentos se disminuye el saldo de la deuda rápidamente y en montos significativos, así como también disminuye el déficit presupuestal debido al menor pago de intereses.

En lo que se refiere al efecto que podrían tener sobre el precio del UMS en el mercado secundario, estos podrían ocasionar que el precio subiera de manera que la operación sería menos atractiva para México, por lo que sería necesario poner un tope en el precio de conversión (se sugiere 50%). Al fijar un precio máximo y ser el gobierno mexicano el único comprador de último recurso, es probable que el precio se ajuste y no rebase el tope.

En cuanto a sus efectos directo en las transferencias netas al exterior, estaría dado por el costo de fondeo para la compra de la deuda, el estímulo al importador, el estímulo al exportador y el premio para el inversionista. El efecto neto podría ser ligeramente negativo al principio y positivo posteriormente. Esta es una desventaja clara de estos instrumentos, puesto que la transferencia externa neta no se reduciría en el corto plazo.

La capacidad crediticia del país podría mejorar en un largo plazo debido a la reducción del saldo de su deuda y de su servicio.

CONCLUSIONES

Este mecanismo surgió como una respuesta a la necesidad del mundo financiero de adaptarse a nuevas circunstancias y nuevos problemas. El instrumento fue diseñado con el fin de ayudar a disminuir la densidad que tiene dentro de la economía la deuda externa y a estimular, de manera simultánea, la capacidad generadora de divisas de la planta productiva de un país.

Este mecanismo consiste, básicamente, en utilizar los derechos de cobro de la deuda pública reestructurada y convertirlos en partes sociales de empresas públicas o privadas. Los inversionistas extranjeros y nacionales que así lo deseen pueden adquirir estos derechos en el mercado de capitales e intercambiarlos por acciones de empresas públicas o privadas. Los derechos se encuentran en poder de la banca nacional e internacional que suscribió los contratos de reestructuración.

La capitalización de pasivos no es claramente la solución a ningún problema. Es un instrumento que ayuda a disminuir el servicio de deuda externa, así como es complementario para promover la inversión productiva.

Un punto determinante en el éxito de cualquier esquema de capitalización, es la evolución de las circunstancias económicas. Contrariamente a lo que se piensa, la capitalización de pasivos no opera en circunstancias económicas de deterioro.

Como lo plasma el presente trabajo, los criterios son muchos en lo que se refiere a este tema. Es un tema que ha motivado algunas críticas y ha despertado la imaginación de muchos.

La capitalización de pasivos directa evidentemente no tiene efectos negativos como se mostró en el caso práctico anteriormente presentado. Sin embargo de forma indirecta sí presenta algunas desventajas señaladas en los capítulos II y IV, lo que nos conduce, de acuerdo al objetivo planteado en la introducción, a que sus alcances son limitados pero prioritarios pues como lo señala el Capítulo III, es importante para un país aumentar su capacidad generadora de divisas así como inyectar inversión y tecnología a sus economías.

No obstante los efectos negativos que tiene, deben buscarse modificaciones para reducirlos y obtener el mayor provecho a las ventajas que tiene.

Este mecanismo de conversión ha probado su eficacia en diversos países. La experiencia obtenida puede ayudar a la readaptación del mecanismo para lograr beneficios cada vez mayores. La canalización de recursos debe dirigirse hacia actividades productivas: exportaciones y sustitución de importaciones y, cuando aplique compromisos específicos de generación de divisas. Esto asegura que la entrada de capitales por esta vía, se encauce a las actividades prioritarias del país y no a

actividades financieras de carácter especulativo. En función de todo esto, es como se gradúa el mayor o menor estímulo al descuento. Asimismo, debe establecerse una reglamentación muy cuidadosa en lo fundamental, con elementos de flexibilidad en su operación.

La principal observación podría ser que el intercambio de deuda por capital, así entendida, intercambia deuda por factores de generación directa de riqueza (industrias, centros turísticos, etc.) es decir, enajena las fuentes de producción.

Se debería analizar con más cuidado por parte de nuestras autoridades las ventajas de enajenar la producción y no sus fuentes de creación, como sería el caso de los "debt for export swaps" que garantizan la producción, la comercialización y no enajenan la industria nacional.

Es necesario continuar con el esfuerzo conjunto de las naciones deudoras y acreedoras y de los organismos financieros multilaterales para buscar instrumentos que disminuyan la transferencia de recursos al exterior.

BIBLIOGRAFIA

Dornbusch Rudiger, "Working Paper Series: Our LDC Debts", working paper no. 2138, National Bureau of Economic Research, Inc. pp. 41-45.

Euromoney Publications PLC, "Global Debt: The equity solution", Londres Enero 1988.

Griffith-Jones S., "El Crecimiento de la Banca Transnacional y el Mercado de Eurodólares. Sus efectos en los Países en Desarrollo", El Trimestre Económico, no. 201, México, Enero-Marzo 1984.

Morgan Guaranty Trust Co. of New York, "World Financial Markets", Julio 1988.

NAFINSA, Revista "El Mercado de Valores", varios números.

Salomon Brothers Inc., "Debt for Equity Swaps. A country-by-country update on Market Characteristics and Regulatory Initiatives", Mayo 6 1988.

Schedler Andrea, "El Capital Extranjero en México: El Caso de la Hotelería", Investigación Económica 184, México, Abril-Junio 1988, pp. 137-175.

Sría. de Hacienda y Crédito Público, "Programa de Intercambio de Deuda Pública por Capital", Diario Oficial de la Federación, México, Marzo 30 1990, pp. 5-8.

SHCP, Comisión Nacional de Inversiones Extranjeras, "Manual Operativo para la Capitalización de Pasivos y Sustitución de Deuda Pública por Inversión".

Sría. de Hacienda y Crédito Público, "Deuda Externa Pública Mexicana", Fd. Fondo de Cultura Económica, México 1988.

Sweeney Jack, "El Programa Mexicano de Sustitución de Deuda Pública por Inversión", Revista Expansión, México, Mayo 1988, pp. 73-84.

Wessels Everardo, "Movilización de Recursos Externos para el Financiamiento de la Recuperación y Desarrollo de América Latina: El Papel de los Organismos Financieros de Carácter Multilateral", Asociación Mexicana de Bancos, "Revista Bancaria", Volumen XXXV no. 4, México, Julio-Agosto 1987, pp. 2-9.