

Capitalización de la deuda externa. ¿Una solución al problema?

Pedro A. Palma

Marzo 1987

En la mitad de la crisis de la deuda externa de los países en desarrollo, que se materializó en la década de los años ochenta, se aplicó un mecanismo de conversión de deuda por inversión que había sido planteado desde fines de 1983 como un mecanismo para solventar o, por lo menos, para mitigar las graves consecuencias que generaba este problema. En el presente artículo se analizan los pros y los contras de la implantación de un esquema como éste, concluyéndose que su aplicación no conduciría a la solución del problema de la deuda externa de estos países. Dado que Venezuela fue una de las naciones que aplicó un proyecto de este tipo sin mayores éxitos, creemos relevante incluir este análisis en la presente publicación.

A finales de 1983 el profesor Allan Meltzer presentó una idea para resolver el problema de la deuda externa de los países en desarrollo, la cual consistía en la transformación de estas obligaciones foráneas por participación en el capital de las entidades deudoras¹. Si bien ésta fue una de las tantas proposiciones para la solución del problema², en los últimos meses ha cobrado relevancia debido a la decisión de varios países de aplicar este mecanismo financiero. En efecto, Chile, México, Argentina, Filipinas, y más recientemente Costa Rica, Ecuador, Venezuela y algunas otras naciones, han puesto en práctica o han manifestado su intención de aplicar esquemas de este tipo.

Dadas las pocas posibilidades de pago de los países deudores, múltiples bancos acreedores están interesados en liquidar sus acreencias a un precio inferior a su valor nominal. Esto explica por qué es posible obtener en los mercados financieros secundarios estas acreencias con descuentos que oscilan entre 20 por ciento y 90 por ciento, dependiendo del grado de riesgo que se le asigna al deudor en cuestión.

1. A.H. Meltzer. "A Way to Defuse the World Debt Bomb". *Fortune*, vol. 18, 28 de noviembre de 1983, pp. 137-143.

2. Para un análisis de las diferentes opciones propuestas para resolver el problema de la deuda, ver C.F. Bergsten; W.R. Cline y J. Williamson. "Bank Lending to Developing Countries: The Policy Alternatives". Institute for International Economist, n° 10, abril de 1985. También, P. Palma. "The Debt Problem. A Debtor's Point of View", en Hickman, B., ed., *International Monetary Stabilization and the Foreign Debt Problem*. The Federal Reserve Bank of San Francisco, agosto 1984, pp. 91-101.

El esquema de capitalización de deuda está estrechamente vinculado a esta circunstancia, y el mismo consiste en lo siguiente:

- 1) El inversionista extranjero interesado en tener una participación en el capital de un deudor específico, después de obtener la aprobación del gobierno del país donde está radicado el deudor, adquiere la deuda en dólares, o en la divisa que corresponda en el mercado secundario internacional, con el descuento respectivo. A modo de ejemplo, supongamos que adquiere una deuda de US\$ 10 millones con un descuento de 25 por ciento, por lo que tan sólo paga US\$ 7,5 millones.
- 2) Posteriormente, presenta ésta al gobierno del país deudor, el cual la compra en moneda local a un precio equivalente a un porcentaje del valor nominal de la deuda mayor al que pagó el inversionista extranjero. Siguiendo nuestro ejemplo, supongamos que el gobierno en cuestión compra dicha deuda a 100 por ciento de su valor nominal; en este caso da al inversionista extranjero el contravalor en moneda local de US\$ 10 millones, normalmente a un tipo de cambio preferencial.
- 3) El inversionista, a su vez, utiliza esos recursos para adquirir parte del capital del deudor o para crear una nueva empresa.

En el presente artículo se analiza este esquema, tratando de identificar sus aspectos positivos y negativos, particularmente para los países deudores que los aplican, para así concluir la conveniencia o no de su implantación.

Efectos del esquema de capitalización de deuda

Comúnmente se aduce que la implantación de esquemas como el aquí analizado genera una serie de ventajas para todas las partes involucradas. Por una parte, el inversionista que adquiere la deuda y la capitaliza obtiene un beneficio, constituido por la diferencia entre el precio a descuento al que adquiere la deuda y al que se la compra el gobierno del país donde reside el deudor, reduciendo de esa forma el monto que tiene que desembolsar para materializar la inversión. Esto lo estimula a realizar mayores inversiones en estas naciones tan necesitadas de capital financiero y productivo.

Por la otra, el deudor se beneficia, pues reduce o elimina sus obligaciones externas y aumenta su capital, suprimiendo de esta forma los riesgos cambiarios, financieros y de otra índole que conlleva el mantenimiento de una deuda en moneda extranjera que hay que servir durante un período relativamente prolongado.

El banco extranjero que vende a descuento su acreencia, por su parte, también se beneficia, pues a pesar de que pierde una proporción de su activo, igual al descuento que otorga, reduce su riesgo al disminuir el grado de exposición que mantiene en los países deudores. Estas naciones no sólo sufren limitaciones cada vez más severas para poder cumplir sus obligaciones, sino que necesitan asistencia financiera adicional en proporciones crecientes, la cual no es fácil de obtener en los mercados financieros internacionales.

Tradicionalmente, en estas operaciones participa un intermediario que compra la acreencia a los bancos y la revende al inversionista interesado. Éste, que tradicionalmente es un banco de inversiones, obtiene un beneficio por su actividad, constituida por la comisión que cobra al comprador.

Finalmente, se aduce que el país deudor es el gran beneficiario, ya que no sólo reduce su deuda externa, sino también el flujo de divisas que tiene que destinar al pago de intereses y amortización de esa deuda. Adicionalmente, la aplicación de este esquema estimula la inversión extranjera y crea las condiciones propicias para la repatriación de capitales mantenidos por los nacionales del país en el exterior, ya que éstos pueden obtener el mismo beneficio del inversionista extranjero generado por el diferencial entre el precio a descuento al que compran la acreencia y el precio al que se la venden al gobierno de su país.

En efecto, y volviendo al ejemplo inicial, aquel que compró la acreencia de US\$ 10 millones a US\$ 7,5 millones (con un descuento de 25 por ciento), al recibir del gobierno una cantidad de moneda local equivalente al valor nominal de la misma (US\$ 10 millones) está obteniendo un beneficio de 33,33 por ciento sobre su inversión inicial.

Otro beneficio que recibe el país deudor es la ampliación de su aparato productivo, pudiendo esto significar no sólo incrementos de producción y empleo, sino también mayores exportaciones y menores necesidades de compras foráneas debido a la sustitución de importaciones. Esto, combinado con la reducción de pagos por concepto de servicio de deuda, se refleja favorablemente en su sector externo³.

3. Para un análisis más detallado acerca de los beneficios de los esquemas de capitalización de deuda, ver Morgan Guaranty Trust Company of New York, "LDC Debt: Debt Relief or Market Solution?" y "Note on Debt-Equity Swap Programs", *World Financial Markets*, septiembre 1986. Igualmente, *Chase Investment Bank, Debt Capitalization Programs*, agosto 1986.

¿Son tan favorables los esquemas de capitalización de deuda?

Si bien algunas de las ventajas enumeradas son incuestionablemente válidas, la materialización de muchas de ellas exige la existencia de una serie de prerequisites y condiciones en la instrumentación y aplicación de esquemas como éstos.

El flujo de divisas

En cuanto al beneficio que recibe el país deudor a través de la reducción del flujo de divisas hacia el exterior debido a los menores pagos por concepto de servicio de la deuda, hay que decir que si la inversión genera abundantes dividendos, como es de esperar, ya que el inversionista prefiere capitalizar deudas de empresas rentables, es factible que gran parte o la totalidad de los mismos sea remitida al exterior, incluso desde el primer año de efectuada la capitalización.

Esto podría hacer que la salida de divisas por este concepto superara con creces a la que se produciría de seguirse sirviendo la deuda externa del deudor. El caso de Venezuela es ilustrativo al respecto. Con el fin de atraer inversión foránea, el gobierno venezolano decidió recientemente elevar el porcentaje máximo de dividendos que un inversionista extranjero puede remitir al exterior, fijándose éste en 20 por ciento del capital invertido más Libor. Dado que la tasa interbancaria de Londres se encuentra en los actuales momentos en un nivel de 6,5 por ciento, aquel límite máximo se eleva hoy a 26,5 por ciento del capital invertido.

Retornando a nuestro ejemplo, en el cuadro 1 se comparan las salidas de divisas que se generarían durante los cuatro primeros años después de efectuarse la capitalización, con los montos que saldrían si se continuara sirviendo la deuda de acuerdo con los convenios vigentes. En este caso se supone que se le permitiría al inversionista remitir el 20 por ciento del capital invertido más Libor (la cual se supone constante a lo largo de ese lapso en los niveles actuales) y que las utilidades de la empresa cuya deuda se capitaliza sean tan altas que permiten alcanzar aquel máximo de remisión de dividendos.

Como se observa en el cuadro 1, la salida de divisas en el esquema de capitalización de deuda es sustancialmente mayor que en el de servicio de la deuda, debiendo destacarse que en el primero no hemos supuesto salida alguna por concepto de repatriación de capitales. Si, por el contrario, el

Cuadro 1
Flujo de divisas bajo opciones alternativas de manejo de deuda
(Millones de US\$)

Opción	Años				Total
	1	2	3	4	
Capitalización de deuda	2,650	2,650	2,650	2,650	10,600
Servicio de deuda (*)	<u>1,977</u>	<u>1,880</u>	<u>1,783</u>	<u>1,686</u>	<u>7,326</u>
Intereses	0,727	0,63	0,533	0,436	2,326
Capital	1,250	1,250	1,250	1,250	5,000

(*) Los estimados se basan en los supuestos de que la deuda de la empresa es de US\$ 10 millones y de que no se capitalizara ésta, su servicio se realizaría de acuerdo con el Convenio Cambiario N° 2 vigente, según el cual dicha deuda se cancelaría en cuotas trimestrales en un período de ocho años, pagándose intereses con base en Libor más 1 1/4%.

inversionista además de remitir dividendos también repatria capitales, la comparación entre las dos alternativas hace a la primera aún más desfavorable para el país.

De allí que para que el esquema de capitalización de deuda no genere un efecto negativo de esta índole, sería necesario limitar las posibilidades de remitir dividendos o repatriar capitales, por lo menos durante los primeros años de aplicación del esquema. Esto, sin embargo, desestimularía al inversionista potencial, pues se le estaría aplicando un trato discriminatorio con respecto a las otras inversiones extranjeras. De hecho, varios países que han aplicado el esquema de capitalización de deudas han establecido limitaciones de este tipo.

En respuesta a este punto se argumenta que lo que hay que comparar es el valor presente de los pagos futuros bajo los dos esquemas, para lo que hay que establecer las tasas de descuento a utilizarse para estimar aquellos valores presentes. Dado que el esquema de capitalización puede generar una serie de beneficios adicionales, tales como mayores exportaciones, mayor empleo, etc., ello contribuiría a establecer una tasa de descuento que aumente en una

forma sustancial el valor presente de los beneficios generados por el esquema o, lo que es lo mismo, reduciría el valor presente de las salidas de recursos directamente relacionadas con la capitalización de deuda⁴.

Como conclusión de este punto, hay que decir que para que el esquema en discusión no genere efectos negativos para el país relacionados con el flujo de divisas al exterior, se hace necesario establecer unos límites para la remisión de dividendos y la repatriación de capital, los cuales podrían variar en cada caso de acuerdo con los beneficios adicionales que generara la inversión específica.

Acciones especulativas (round-tripping)

Una de las críticas más frecuentemente expresadas en contra del esquema de capitalización de deuda es la posibilidad de que los nacionales del país obtengan jugosas ganancias a través de operaciones cambiarias especulativas, conocidas como *round-tripping* a costa de la nación. La operación consiste en que los nacionales de un país cambian moneda local por divisas en el mercado libre (legal o no), y con esos recursos adquieren deudas a descuento. Al vender éstas al gobierno de su país obtienen un monto de moneda local superior al que inicialmente ellos aportaron para adquirir las divisas, pudiendo repetir indefinidamente la operación. Cada ronda le daría una utilidad próxima al diferencial entre el precio a descuento al que compran la deuda y al que se la venden a su respectivo gobierno.

El control de este tipo de operación es muy difícil de lograr, por lo que varios países han optado por limitar, o incluso prohibir, a los nacionales participar en esquemas de capitalización de deuda. Esto último, a su vez, acarrea dos problemas: por una parte, son escasas las posibilidades de aplicar con éxito esta limitación, ya que es relativamente fácil crear compañías ficticias basadas en países liberales, también conocidos como "paraísos financieros y fiscales" y canalizar la operación de capitalización a través de las mismas, y por la otra, que al prohibirse la participación de nacionales en este tipo de operaciones también se limita grandemente las posibilidades de repatriación de capitales.

En países donde existe un diferencial de importancia entre la tasa cambiaria utilizada para realizar la conversión de la deuda a moneda local y la tasa libre, el riesgo de *round-tripping* se reduce, ya que la cantidad de moneda

⁴. Chase Investment Bank, *Debt Capitalization Programs*, pp. 5-6.

local que tienen que dar los nacionales para obtener un dólar es sustancialmente mayor que la que obtienen por cada dólar al vender la deuda al gobierno.

El caso de Venezuela es ilustrativo de esto, ya que el diferencial entre las dos tasas es sustancial (Bs 23/\$ en el mercado libre en comparación con Bs 14,50/\$ en el controlado). Un venezolano que deseara hacer operaciones de *round-tripping* similares a las ya explicadas para obtener una deuda similar a la de nuestro ejemplo (US\$ 10 millones) con un descuento de 25 por ciento, tendría que invertir Bs 172,5 millones para obtener los US\$ 7,5 millones que necesita para adquirir la deuda. Al vender ésta al gobierno venezolano al valor nominal, recibiría a cambio Bs 145,0 millones, equivalentes a la deuda de US\$ 10 millones adquirida al tipo de cambio oficial de Bs 14,50/\$.

Esta profunda diferencia cambiaria, sin embargo, es excepcional en los países deudores, ya que en la mayoría de ellos las dos tasas de cambio son muy similares, o su diferencia relativa es menor que la que existe entre el precio de compra a descuento de la deuda en moneda local y el de venta al gobierno. En estos casos el atractivo de realizar operaciones de *round-tripping* se hacen presentes.

Atracción a la inversión extranjera

Como ya se dijo, uno de los atributos que regularmente se menciona a favor de los esquemas de capitalización de deuda es el estímulo sobre las inversiones extranjeras, ya que el inversionista puede ahorrarse montos importantes a través de la adquisición a descuento de las deudas, para luego obtener una cantidad de moneda local equivalente a más divisas de las que él destinó para la adquisición de la deuda.

Uno de los planteamientos contrarios a esta posición lo ha expuesto el profesor Rudiger Dornbusch⁵, quien argumenta que esas inversiones, además de ser subsidiadas por el gobierno, se habrían realizado de cualquier forma, por lo que las mismas tienen un costo adicional innecesario y por demás oneroso para la nación, ya que ese subsidio implica mayor gasto público, en muchos casos deficitario, cuyo financiamiento tiene un costo. Según Dornbusch, si bien se reducen los intereses de la deuda externa, se incrementan los intereses de origen interno generados por las mayores necesidades de financiamiento del sector público para cubrir el subsidio a la inversión extranjera.

5. R. Dornbusch, "The Debt Problem", noviembre de 1986 (mimeografía).

Esto último puede llegar a tener implicaciones serias en materia monetaria, financiera y fiscal, particularmente en aquellos países con limitaciones en las capacidades de financiamiento interno y con elevadas tasas de interés que en muchos casos superan grandemente a las externas, ya que se tendría que canalizar parte de los escasos créditos disponibles hacia el financiamiento del subsidio a las inversiones extranjeras, en vez de orientarlos hacia el gasto más reproductivo. Lo anterior no tendría sentido si efectivamente aquellas inversiones se hicieran independientemente del subsidio de que son objeto.

Quizás sea ilustrativo de lo que aquí expresamos un comentario de un inversionista en Filipinas, quien refiriéndose a los esquemas de capitalización de deuda que aplicaría el gobierno de ese país, dijo que compraría a descuento una deuda con un valor nominal de US\$ 1,35 millones en el mercado de Hong Kong, luego presentaría ese activo al Banco Central de las Filipinas, el cual se lo compraría por el contravalor de US\$ 1,35 millones en pesos filipinos, con lo cual ampliaría su fábrica. Nuestro personaje finalizó su comentario con las siguientes palabras: "Es mágico. Yo tengo que hacer esa inversión de cualquier forma, pero por esta vía obtengo un descuento"⁶.

La rentabilidad y seguridad necesarias

Un aspecto que es importante enfatizar es la condición de rentabilidad que exige el inversionista para realizar la operación de capitalización de la deuda. Esto limita grandemente las posibilidades de aplicación de este esquema, el cual, en el mejor de los casos, reduce marginalmente el monto de la deuda.

Como se desprende del análisis de las cifras presentadas en el cuadro 2, con la excepción de Chile, las magnitudes de capitalización de deuda han sido hasta ahora de muy poca importancia. Ello se debe en gran parte, como ya lo dijimos, a la elevada rentabilidad que exige el inversionista para acometer la operación. En aquellos países donde se han establecido importantes restricciones a la remisión de utilidades y la repatriación de capitales o se ha condicionado el acceso a este esquema a una serie de compromisos financieros paralelos y trabas burocráticas, los inversionistas potenciales se han abstenido de participar.

Lo sucedido en Argentina es ejemplo de lo anterior. En ese caso se le exige al interesado una inversión adicional, equivalente al valor nominal de la

6. A. Spaeth y Chea Cheng Hye. "Philippines See Way of Cutting its Debt". *The Asian Wall Street Journal*, 17 de septiembre de 1986.

Cuadro 2
Capitalización de deuda externa en 1986
(Miles de millones de US\$)

País	Monto Capitalizado (1)	Deuda externa total (2)	Porcentaje (1)/(2)
Chile	1,2	21,5	5,60
México	0,7	97,3	0,70
Brasil	0,6	104,5	0,60
Filipinas	0,05	26,3	0,20

Fuente: *The Economist* y Morgan Guaranty Trust Co.

deuda que está capitalizando, y se le restringen las actividades en donde puede realizar la operación a aquellas que tengan potencial exportador. Estas circunstancias han limitado considerablemente la materialización de operaciones de este tipo. En Chile, la situación ha sido algo diferente debido a la actitud más abierta de las autoridades a la implantación de este tipo de esquema, y a pesar de haber prohibido a estos inversionistas remitir dividendos o repatriar capitales por un período de cinco años.

Una complicación adicional para la aplicación de estos esquemas se presenta en aquellos países donde existe un diferencial pronunciado entre las tasas de cambio libre y oficial, como es el caso de Venezuela. Para el inversionista, el costo de la operación en moneda local está determinado por el tipo de cambio libre: si la tasa que aplica el gobierno para la recompra de la deuda es la oficial, el inversionista tendrá que descontar de su ganancia el costo por el diferencial cambiario.

A menos que esta pérdida cambiaria se le compense a través del diferencial entre los precios de compra y de ulterior venta de la deuda, o de la posibilidad de remitir dividendos elevados y repatriar capitales a la tasa oficial, o dándosele

otros incentivos como créditos impositivos, por ejemplo, el inversionista no se sentirá estimulado a realizar la operación.

Otro aspecto de importancia es la seguridad que tenga el inversionista de que las condiciones bajo las cuales operará el esquema de capitalización de deuda no serán objeto de modificaciones ulteriores. Esto es particularmente cierto en el caso de los nacionales que estuvieran interesados en participar en estas operaciones, ya que pudiera existir el temor de que el gobierno cambie ulteriormente las condiciones, debido, por ejemplo, a la proliferación de operaciones especulativas de *round-tripping*, o porque se considere que los beneficios que los nacionales obtendrían serían desproporcionados.

Éste podría ser el caso en aquellos países donde hubo elevadas salidas de capital en años recientes, pues las autoridades de turno pudieran concluir que no se justifica que sus residentes, además de los beneficios que ya han obtenido por la vía cambiaria al revaluarse sus activos externos en términos de moneda local debido a la devaluación que esta última ha sufrido, obtengan las utilidades adicionales que brinda el esquema de capitalización de deuda, a través del uso de aquellos recursos que obtuvieron a una tasa cambiaria favorable en el pasado y que los transfirieron al exterior.

Estos recelos no tendrían mayor sentido si a través de la aplicación de esquemas condicionados de capitalización de deuda se logra la repatriación neta de capitales, y la misma se traduce en inversión adicional generadora de empleo y de mayor capacidad de producción.

Efectos sobre las políticas monetarias y fiscales

Uno de los problemas que pudiera acarrear la aplicación de estos esquemas de capitalización de deuda es el crecimiento desmedido de la oferta monetaria y su impacto inflacionario, ya que la adquisición de las deudas por parte del gobierno implicaría una inyección adicional de medios de pago en la economía. Sin embargo, esto podría controlarse a través de la colocación en el público de obligaciones del Estado que fueran emitidas con el propósito de obtener los fondos para la adquisición de las deudas, o a través de la transformación de la deuda externa en deuda local. De esta forma, los recursos con que se compra la deuda a los inversionistas extranjeros procederían del público residente, evitándose así una expansión desmedida de la oferta monetaria.

7. Ver Chase Investment Bank, *Debt Capitalization Programs*.

Otro mecanismo que se ha propuesto a estos fines es el de "redenominación" de la deuda externa en moneda local. Según este esquema, el inversionista extranjero lo que recibiría a cambio de la deuda que adquiere en el exterior es una nueva deuda, pero redenominada en moneda local, la cual podría ser vendida en el mercado interno, ser dada en pago a un acreedor local, o usada para comprar activos en compañías del país⁷. En este caso, el efecto sobre la oferta monetaria también se neutralizaría.

Si bien estos mecanismos contrarrestarían el efecto monetario e inflacionario, no hay que olvidar que los mismos implican un mayor endeudamiento del sector público para cubrir el déficit creado por el gasto adicional en que éste tiene que incurrir para adquirir la deuda externa. Ello, como ya se dijo, acarrearía un mayor gasto por concepto de pago de intereses, en este caso internos, los cuales incluso pudieran superar a los externos que se dejan de pagar debido a las elevadas tasas de interés que tradicionalmente prevalecen en estos países. De allí que sea factible esperar que la aplicación de estos esquemas eleven los déficit del sector público, a pesar del incremento en las recaudaciones fiscales creadas por los impuestos que tienen que pagar las nuevas inversiones.

Conclusiones

Del análisis anterior se puede concluir que el esquema de capitalización de deuda, si bien puede ser de recomendable aplicación en algunos casos específicos, no puede ser considerado como una alternativa viable para resolver de una forma definitiva el problema de la deuda de los países en vías de desarrollo, por lo que será necesario seguir buscando mecanismos mucho más funcionales e integrales, orientados a la consecución de este objetivo.

Como se vio, el mecanismo que aquí estudiamos es de aplicación muy restringida, limitándose éste a la transformación de deudas por capital de instituciones, las cuales por su rentabilidad hacen atractiva para el inversionista extranjero la obtención de una participación en su capital. Igualmente, es posible que dicho inversionista esté dispuesto a adquirir a descuento la deuda de una empresa "A", aun cuando ésta no sea rentable, para luego vendérsela al gobierno del país en cuestión y con el producto de esa venta obtener una participación accionaria o de capital en otra empresa "B", de alto rendimiento.

En estos casos, sin embargo, lo que se estaría haciendo es, por una parte, subsidiar una inversión que muy probablemente se hubiera hecho aun sin existir el estímulo del subsidio, y por la otra, pagar deuda externa en forma anticipada, que si bien reduciría el flujo de divisas hacia el exterior por concepto de servicio de la misma, podría generar una salida de fondos aún mayor por la vía de remisión de dividendos y de capitales. Igualmente, su aplicación podría generar una sobredemanda de divisas en el mercado libre de los países deudores con fines puramente especulativos e indeseables (*round-tripping*), que además de distraer recursos de otras actividades prioritarias ocasionaría distorsiones cambiarias y financieras.

En consecuencia, para que la aplicación del esquema de capitalización de deuda genere los frutos deseados en el país deudor, es necesario que el mismo se implante con una serie de restricciones y condicionamientos que sean lo suficientemente claros y de fácil aplicación, para que así no se desestimule al inversionista, pero que simultáneamente elimine, o por lo menos disminuya, las distorsiones y efectos negativos que su aplicación puede conllevar.

Ensayos sobre la economía venezolana

MetroEconómica, 25 años

Compiladores:

Pedro A. Palma

Cristina Rodríguez

José Barcia Arufe



MetroEconómica