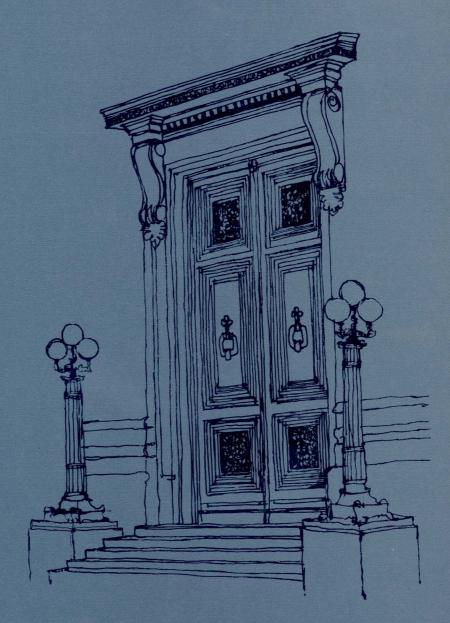
ESTUDIOS MONETARIOS X

CONFERENCIA DE INVERSIONES EN CHILE, ORGANIZADA POR EUROMONEY PUBLICATIONS PLC Y PATROCINADA POR EL BANCO CENTRAL DE CHILE





BANCO CENTRAL DE CHILE 1988

INDICE

		Página
INTRO	DDUCCION	9
PRIM	ERA JORNADA:	
١.	Discurso de Apertura pronunciado por el Sr. Enrique Seguel Morel, Presidente del Banco Central de Chile.	13
II.	Perspectivas de Crecimiento para Chile: Tres Razones para un Optimismo Racional y una nota de cautela. Expositor: Sr. Juan Andrés Fontaine T.	21
III.	Necesidades de Inversión en el Sector Exportador. Expositor: Sr. Sergio de la Cuadra F.	31
iV.	Swaps Deuda/Capital: Un Enfoque de los Mercados de Capital. Expositor: Sr. George C. Ross	39
V.	Normativa que Regula la Inversión Extranjera y Oportunidades de Inversión. Expositor: Sr.Fernando Alvear	45
VI.	Procedimientos Operacionales del Capítulo XIX: Un Enfoque Simplificado. Expositor: Sr. Edward M. Dreyfus	51

		Página
VII.	Conversión de Deuda Externa en Chile: Experiencia pasada y perspectivas futuras. Expositores: Sr. Francisco S. Silva Sr. Robert M. Stebbins Sr. Antonio M. Angotti	61
VIII.	Participación Bancaria Directa en el Desarrollo de Proyectos Expositor: Sr. Jacques de la Chauviniere	69
IX.	Técnicas de Protección del Riesgo Cambiario en Chile Expositor: Sr. Karl Kluever	77
Χ.	Gerencia Financiera de Vanguardia en Chile. Expositor: Sr. Keith Parker	85
XI.	El Comercio Exterior como Parte del Proceso de Inversión Expositor: Sr. John Byrne	91
XII.	El Proyecto Shell/Westfield/Citimining: Estudio de un caso de Inversión Extranjera en la Minería a través del Capítulo XIX. Expositores: Sr. David Whitehead Sr. Luis Burtle	97
SEGI	UNDA JORNADA:	
XIII.	El Sistema Bancario Chileno y su Contribución al Desarrollo del País. Expositor: Sr. Hernán R. Arze	103
XIV.	Privatización de Empresas en Chile. Expositor: Sr. Guillermo Letelier S.	113
XV.	Inversión Extranjera Directa en Chile. Expositor: Sr. David Aspinall	117
XVI.	El Papel de las Instituciones Financieras en la Inversión Extranjera en Chile. Expositor: Sr. Mario Corbo.	121
XVII.	Comentarios sobre Manejo de Deuda Externa de Chile: Un Análisis Comparativo. Expositor: Sr. Francisco Garcés G.	127

		Pagina
XVIII.	Inversiones Recientes de International Finance Corporation en Sudamérica. Expositor: Sr. Vivek Talvadkar	163
XIX.	Programa de Conversión de Deuda Argentina. Expositor: Sr. Daniel Piekarz	171
XX.	Inversiones Combinadas: Una Crítica a los Swaps Deuda/Capital	477
	a través de los Fondos de Conversión de Deuda.	177
	Expositores: Sr. Joseph Martin Sra. Heidi Miller	
XXI.	Discurso de Clausura Pronunciado por el Sr. Hernán Büchi Buc, Ministro de Hacienda.	185

INTRODUCCION

Expositor: Sr. Neil Osborn (*)

Muy buenas tardes a todos ustedes; soy Neil Osborn, editor de Euromoney Magazine. Es un agrado muy especial para mí darles la bienvenida a la Conferencia sobre la Inversión en Chile en representación de mi propia compañía y en nombre del Banco Central de Chile.

En Inglaterra sabemos algo sobre la revitalización de economías que se supone están quebradas, empobrecidas y desahuciadas. Además, estamos muy orgullosos de lo que se ha logrado bajo el liderazgo de la Sra. Thatcher. El viejo león británico se ha reorganizado y renovado para convertirse nuevamente en una fuerza económica mundial. Pero hablándoles francamente, nuestros logros son pequeños, en términos relativos, al compararlos con los logros de Chile. Al igual que Inglaterra, este país fue también castigado no hace mucho tiempo y desahuciado como se hace con un paciente terminal que sufre de una enfermedad incurable. Se sabe ahora que la historia resultó ser bastante diferente. Permítanme enumerar algunos de los hechos puntuales: Primero, una economía que estaba en las profundidades de la recesión en 1982, crece ahora a un ritmo del 5% anual; segundo, una agobiante carga de la deuda ha sido reducida en un 15%; y tercero, se ha obtenido un logro casi milagroso en las exportaciones que llegan ahora casi al 30% del Producto Geográfico Bruto, comparado con el 10% de no hace mucho tiempo. Y todo esto se ha logrado sin permitir el avance devorador de las llamas de la inflación sobre esta economía.

Chile, el mundo te saluda!

En muchas partes del mundo tus logros brillan como un faro. El país luchó por sobreponerse a la carga de la deuda. El modelo chileno, en estos mismos instantes está siendo estudiado en Manila y en Brasilia, en Ciudad de México y en decenas de

^(*) Presidente de Euromoney Magazine.

otras capitales alrededor del mundo. Francamente no es necesario agregar mucho más, sólo que para millones de personas este país se ha convertido en un símbolo de esperanza.

Aun así, la tarea no está terminada y el propósito de esta conferencia es doble. Primero, esperamos que los próximos dos días constituirán un paso hacia una mayor inversión extranjera en este país. Segundo, confiamos que esta conferencia ayudará a esparcir la voz acerca del modelo chileno a través de algunas otras esquinas del mundo, y en este contexto quisiera particularmente dar la bienvenida a los 150 invitados extranjeros que tenemos hoy con nosotros y que provienen de casi 15 países.

En consecuencia, les pido que reciban con gran deferencia a nuestros conferenciantes, ya que ellos se referirán a todos estos hechos en forma muy elocuente. Nos enorgullece tenerlos aquí con nosotros y desde ya les agradecemos todo lo que tendrán que decirnos.

PRIMERA JORNADA

27 de abril de 1988

I. DISCURSO DE APERTURA

Expositor: Sr. Enrique Seguel Morel (*)

Sean mis primeras palabras para agradecer, en nombre del Banco Central de Chile, vuestra distinguida presencia en esta conferencia sobre inversiones en Chile, así como el respaldo que le han dado las instituciones financieras, chilenas y extranjeras, que la patrocinan. Esta conferencia nos permite dar a conocer más profundamente la realidad nacional y, con ello, facilitar la comprensión a inversionistas chilenos y extranjeros, acerca de la estrategia de desarrollo económico y social aplicada, los resultados conseguidos por la misma y las perspectivas que se derivan de ella.

En el pasado, Chile vivió varias décadas de creciente estatización de su economía, lo que culminó en 1970 con el advenimiento al poder de un gobierno que, mediante el uso de resquicios legales, atropelló todos los derechos ciudadanos, expropió, usurpó y arrebató la propiedad privada, y en su afán de control total cerraba la economía, imponía controles de precios y administraba políticamente las fuentes de trabajo y de abastecimientos esenciales de la población.

Paralelamente con esta socialización progresiva de la economía chilena, se fueron acentuando los desequilibrios macroeconómicos que por más de cinco décadas se habían manifestado en elevadas tasas de inflación y periódicas crisis de balanza de pagos. Culminó ese régimen con la casi total destrucción del sector productivo privado y con la franca descomposición de la administración pública y de las empresas estatales. A fines de 1973, luego que las promesas chocaran con una realidad diametralmente distinta, el país se vio enfrentado a la necesidad de reconstrucción de la economía nacional.

A partir de esa fecha, la estrategia de desarrollo se ha caracterizado por propender al logro de un marco de libertad económica que estimule la iniciativa privada y

^(*) Presidente del Banco Central de Chile.

en el cual el Estado se ocupe de atender las necesidades básicas de los grupos más desposeídos de la comunidad. El proceso vivido no ha estado exento de dificultades, porque a los problemas que se arrastraban del gobierno anterior, se añadió una crisis económica externa de grandes proporciones que significó, para Chile, una reducción de 40% de sus términos de intercambio de 1975.

La política económica ha tenido por finalidad el establecimiento de una economía social de mercado construida sobre la base de mercados libres, precios flexibles, apertura al comercio exterior y la definición de las funciones del Estado de acuerdo al principio de subsidiariedad.

Sin lugar a dudas, tres son los hechos que han caracterizado nuestra evolución económica: el primero, la gran transformación de la orientación del gasto público dirigido preferentemente al gasto social, para lograr así una efectiva igualdad de oportunidades y bienestar para todos los chilenos; el segundo, el rol protagónico del sector privado como motor de desarrollo; y el tercero, liberar las fuerzas del mercado, internas y externas, que permitan a empresarios y trabajadores, inversionistas y consumidores, interpretar adecuadamente sus señales y, en consecuencia, concentrar sus esfuerzos en aquellas actividades donde son más requeridos por la sociedad.

De particular interés resulta analizar el período que se inició en 1976, ya que, luego de un enorme esfuerzo dirigido a superar los desequilibrios provocados por la anterior administración y por la coyuntura externa adversa, el país inició un proceso de reconstrucción de su economía a un ritmo sin precedente.

En 1980, el comercio exterior alcanzó un monto de US\$ 10.174 millones, equivalente a 4 veces el existente en 1973; la inversión y el ahorro lograron tasas del 21% y 13,9% sobre el P.G.B., respectivamente; la tasa de desocupación se redujo a 10,4% de la fuerza laboral.

A fines de 1981, la inflación anual, después de varias décadas, se ubicó en una cifra de un dígito; en efecto, el 9,5% del año en referencia sólo es comparable con el 9,6% que experimentó en 1961; y otro antecedente que permite apreciar la importante transformación y reordenamiento de la economía nacional, lo constituyó la reducción del déficit fiscal como porcentaje del P.G.B. desde 25% en 1973, a un superávit de 3,1% en 1980 y de 2% en 1981.

La síntesis del período antes señalado, se puede expresar por la variación experimentada por el Producto Geográfico Bruto, que alcanzó un promedio de crecimiento de 7,5%, porcentaje sin precedente en la historia económica de Chile en un lapso tan prolongado.

La apertura de la economía, el ritmo vigoroso de crecimiento, la flexibilización y modernización de la legislación laboral, el desarrollo del mercado de capitales, etc.; en otras palabras, la modernización de la economía, hizo de Chile un país en que entidades financieras internacionales e inversionistas extranjeros pusieran su mirada y concurrieran a financiar su desarrollo.

Lamentablemente, la auspiciosa realidad y futuro de la economía chilena se vio fuertemente golpeada por la crisis financiera internacional, que no sólo privó al país de

los flujos financieros provenientes de la banca internacional, sino que sus efectos se agravaron, producto de los fuertes costos por concepto de pago de intereses más altos y por una violenta caída de los términos de intercambio superior al 30% entre 1981 y 1983.

El mundo, a partir de la crisis, había cambiado y, por tanto, también nuestra realidad; la deuda externa pasaba a tener un peso gravitante y las restricciones de financiamiento externo se constituían, a partir de 1982, en una restricción básica para el crecimiento de nuestra economía. Se hizo evidente y necesario, entonces, enfrentar la crisis con medidas pragmáticas y realistas que permitieran un ajuste estructural de nuestra economía y una administración ordenada del financiamiento externo, ante las nuevas condiciones adversas derivadas de la coyuntura internacional, las que plantearon un serio desafío a la política económica.

La crisis de 1982 puso al país en una difícil encrucijada, por cuando las dificultades planteaban una inmejorable oportunidad para que los críticos del sistema sustentado en la libertad económica y la no discriminación, presionaran para retornar a las fórmulas del pasado. En este contexto se tomó la decisión de iniciar un programa de ajuste y no postergar decisiones que a la larga habrían prolongado los efectos recesivos. El camino adoptado fue coherente con lo que se había venido haciendo desde 1973, es decir, enfrentar con realismo el nuevo escenario para adecuarnos a él en el menor plazo posible, reduciendo su costo social, a la vez que dejando a Chile en la mejor posición para competir a futuro. Ello, en un marco acorde con la estrategia escogida y vigente desde 1974.

No nos cabía la menor duda que la competencia futura sería por el aumento de las exportaciones y por la captación de la inversión extanjera que sustituyeran los créditos externos interrumpidos. La temprana adopción de una política de tipo de cambio realista y flexible, orientada a fomentar las exportaciones, y la sustitución eficiente de importaciones, coherente con el ajuste del gasto agregado de los años 1982 y 1983, han dado sus frutos, permitiendo un equilibrio de sus cuentas externas. El gran proyecto exportador de Chile hoy es una realidad. Chile muestra un superávit comercial que sobrepasa los US\$ 1.200 millones, con exportaciones superiores a los US\$ 5.200 millones, las que se diversifican más y más, como lo demuestra el fuerte crecimiento de los volúmenes de las exportaciones no cobre, el que ha alcanzado al 14,3% promedio anual desde 1981, y que revela un cambio radical de la estructura productiva del país.

Al Banco Central de Chile, en conjunto con las demás instituciones públicas del sector, le correspondió impulsar un programa económico que reestableciera la credibilidad y la confianza, y que privilegiara la estabilidad de las condiciones económicas.

En particular, el Banco Central de Chile impulsó un manejo monetario conducente a garantizar un importante grado de estabilidad en los medios de pago, a fortalecer la posición de las cuentas externas de la economía, y al mismo tiempo, colaborar con la recuperación del sistema financiero nacional, el que se había visto seriamente afectado por la coyuntura adversa. Esto se ha manifestado en la implementación de una política monetaria atenta a neutralizar las fluctuaciones de la liquidez de la economía, de manera de lograr una paulatina reducción en el crecimiento de los precios y una estabilidad en las tasas de interés reales, facilitando su ajuste a la baja hasta un nivel compatible con las condiciones de tasas de interés internacionales.

Sólo un manejo ordenado y estable de las variables monetarias, una conducción disciplinada de los medios de pago de la economía y, en particular, un alto grado de disciplina en el manejo de las finanzas públicas, conducen a alcanzar el objetivo de estabilidad antes mencionado. El tiempo ha demostrado la eficiencia de las políticas y ha dejado en evidencia los beneficios de éstas. El país cuenta hoy con una tasa de inflación moderada y declinante, la que resulta particularmente baja si se la compara con la prevaleciente en las restantes economías latinoamericanas, y si se considera el esfuerzo de ajuste interno realizado, el que se tradujo en una devaluación real del orden del 100% entre mediados de 1982 y junio de 1987. Al mismo tiempo, se ha logrado reestablecer un ritmo de crecimiento de la economía que lo distingue positivamente entre los países en desarrollo, demostrando que un entorno macroeconómico estable resulta esencial para el desarrollo de una iniciativa privada verdaderamente eficiente y constituye, sin duda, un aliciente importante para la inversión extranjera.

En 1987, el P.G.B. observó, por cuarto año consecutivo una tasa de variación positiva, la que se tradujo en un crecimiento real promedio de 5% en este período. Por otra parte, la tasa de desempleo alcanzó a un 7,9%, siendo ésta la cifra más baja registrada en quince años. La formación bruta de capital fijo experimentó un crecimiento real de 16%, que superó con creces el aumento del P.G.B., con lo cual la tasa de inversión se elevó aproximadamente a 17%. Por su parte, el ahorro nacional -aquella parte del ahorro geográfico que se destina a financiar la inversión- aumentó en 51,3% en términos reales, pasando desde 7,7% del P.G.B. en 1986 a 12,6% en 1987. El ahorro geográfico -la fracción del P.G.B. que no se consume- se elevó desde 12,6% en 1984 a 18,5% en 1986 y aproximadamente a 21% en 1987.

Los positivos resultados conseguidos en materia de ahorro e inversión fueron coherentes con un aumento del consumo privado, el que alcanzó aproximadamente a 4,8%. Con este crecimiento, el consumo privado ha aumentado a una tasa promedio de 2,4% durante los últimos cuatro años, lo que refleja una progresiva recuperación de los niveles prevalecientes en el período previo a la crisis de 1982-1983.

Chile ha realizado un permanente esfuerzo con el objeto de mantener un importante grado de integración al comercio internacional. Esta voluntad se refleja, entre otros antecedentes, por el nivel de aranceles uniforme de 15%, y la inexistencia de medidas paraarancelarias o burocráticas que entraben el flujo de importaciones o exportaciones. La mantención de una política cambiaria realista consolida la voluntad del país hacia una economía abierta, vinculada más estrechamente a la economía internacional, que aumenta la calidad de nuestros productos en beneficio de los consumidores nacionales y diversifica e incrementa nuestras exportaciones, transformándolas en un motor adicional de la expansión económica.

Es nuestro firme convencimiento de que una política monetaria estable y una política cambiaria realista, son indispensables para lograr un crecimiento económico sostenido en el tiempo y que estas condiciones constituyen elementos esenciales para crear un entorno favorable que permita atraer la inversión como base de dicho crecimiento.

Asimismo, conscientes de la importancia que tiene para el desarrollo y crecimiento del país el aporte de capitales y de tecnología extranjera, se ha buscado promover mecanismos que estimulen la inversión mediante una legislación estable

que dé garantías a los inversionistas y el país se beneficie con su concurrencia, financiando con ello la parte del desarrollo nacional que no alcanza a cubrir con su ahorro interno.

Por otra parte, las dificultades que ha planteado la adversa coyuntura internacional prevaleciente durante la presente década, no ha impedido a Chile alcanzar soluciones negociadas con la banca acreedora y los organismos multilaterales, de manera de atenuar los costos inherentes al proceso de ajuste en el gasto interno. En ese contexto, una de las formas compatibles con la realidad financiera internacional, y a la vez conducente a facilitar la absorción de los efectos negativos del endeudamiento externo, fue el establecimiento de un programa de conversión de deuda.

Nuestra deuda externa, si bien es cierto había servido como complemento para financiar la reconstrucción y la modernización de nuestra economía, había alcanzado un tamaño que hacía recomendable su reducción. Fue así como se plantearon dos ideas fundamentales alrededor de este tema: primero, la reducción absoluta del nivel de nuestras obligaciones y, segundo, la postergación de los flujos de intereses y capital.

De ahí se derivan los mecanismos que el Banco Central de Chile ha implementado a través de los Capítulos XVIII y XIX del Compendio de Normas de Cambios Internacionales.

A la fecha, el Banco Central registra una reducción de la deuda externa de mediano y largo plazo con la banca internacional, ascendente a US\$ 4.087 millones, lo que equivale al 24,4%, respecto del saldo existente a comienzos de la utilización de los mecanismos de conversión a mediados de 1985. Ello implica ahorros por concepto de menor pago de intereses de US\$ 350 millones al año y ha reducido el nivel de la deuda externa al equivalente de 3,3 veces nuestras exportaciones, comparado con las 4,6 veces de 1985.

En particular, el Capítulo XIX, diseñado para extranjeros y chilenos no residentes, ha permitido no sólo la reducción de US\$ 1.280 millones del total de la deuda externa, sino que debido a su transformación en capital, ha posibilitado la creación de nuevas empresas, impulsado nuevos proyectos, potenciando, entre otros, la capacidad exportadora del país.

El Banco Central de Chile ha autorizado, a la fecha, 150 operaciones del Capítulo XIX. El análisis de una muestra de dichas operaciones, permite concluir que dos tercios de los proyectos de inversiones autorizados hasta la fecha, se han orientado hacia el sector transable, en particular la agricultura, la pesca y el sector forestal. Asimismo, los servicios y la industria se han visto beneficiados en forma importante por estos incentivos.

La mayor parte de las operaciones son de tamaño medio y en rubros no tradicionales, con destinos diferentes del de los grandes proyectos mineros e industriales que convencionalmente conociera el país en el pasado.

De la muestra consultada se desprende, además, que la mayoría de los proyectos nuevos son más intensivos en mano de obra, esperándose una expansión del empleo y de las ventas, particularmente las exportaciones.

Asimismo, en días pasados se autorizó la primera operación al amparo del Anexo N° 2 del Capítulo XIX, es decir, fondos de inversión internacionales, lo que significará un impulso adicional a los importantes avances experimentados por el país en su mercado de capitales.

Adicionalmente, los mecanismos de conversión de deuda externa han permitido la rehabilitación financiera de numerosas empresas, el fortalecimiento de los procesos de privatización de la economía impulsados por el Supremo Gobierno y, últimamente, la propagación de los beneficios a numerosos chilenos que son deudores habitacionales, permitiéndoles aprovechar los descuentos de los títulos de deuda externa, reduciendo el nivel de sus obligaciones hipotecarias con el sistema financiero local.

Quienes argumentan que a la larga los beneficios del Capítulo XIX se verán neutralizados por las remesas de utilidades que generarán los proyectos que se están financiando por esta vía, olvidan que dichas utilidades también significarán para el Estado, y en definitiva para todos los chilenos, importantes recursos originados en los impuestos a que están afectas dichas utilidades.

Por otra parte, las remesas de utilidades serán consecuencia de ciclos económicos expansivos, diferenciándose así de los flujos que generan los intereses de los créditos, que normalmente tienden a ser mayores en ciclos recesivos, es decir, cuando el país enfrente una menor capacidad de generación de divisas.

Los resultados alcanzados con los mecanismos de conversión de deuda externa permiten afirmar que se están cumpliendo plenamente los objetivos propuestos, y es nuestra firme voluntad mantener el camino que iniciáramos en 1985.

Desconocer el papel de la inversión extranjera en economías en desarrollo, donde el ahorro y el capital son recursos escasos, resulta incomprensible. Una simple mirada a la forma en que se desarrolla el comercio internacional entre las economías industrializadas y también en aquellas economías que han exhibido un vigoroso crecimiento en las últimas décadas, permite apreciar con claridad la importancia de la inversión extranjera en este proceso.

En otro orden de ideas, y tal como lo planteara al inicio de esta exposición, la estabilidad de las políticas macroeconómicas resulta una condición necesaria para incentivar la inversión y, con ello, facilitar el crecimiento.

Ha sido preocupación del actual Gobierno institucionalizar las nociones de disciplina macroeconómica que el país ha adquirido en estos años.

En el terreno fiscal, aparte de numerosas medidas de desconcentración del poder económico estatal, el paso más importante ha sido la incorporación en la Constitución Política de una prohibición absoluta al otorgamiento de créditos por parte del Banco Central a entidades del sector público.

Adicionalmente, y con el objeto de preservar la disciplina monetaria y cambiaria, la Constitución Política de la República de Chile, aprobada mayoritariamente en 1980,

ha considerado pertinente conceder la autonomía al Banco Central de Chile y regular sus funciones a través de la normativa en referencia, la que se encuentra a la fecha en estado de Proyecto de Ley. El texto legal, que se inspira en la experiencia de bancos centrales de países desarrollados con resultados exitosos, contempla facultades al Banco Central para que regule la cantidad de dinero y crédito, con el objeto de velar por la estabilidad de la moneda.

En materia cambiaria, contiene una significativa modificación de las atribuciones del Banco Central. Chile tiene un largo historial de controles cambiarios, los cuales desde 1960 están en manos del Banco Central, debido a la gran interdependencia que existe entre las materias monetarias y cambiarias.

Los controles cambiarios, arancelarios y paraarancelarios, con frecuencia fueron utilizados en el pasado para disimular por algún tiempo los efectos sobre las reservas internacionales de políticas inadecuadas en los campos monetario, cambiario o fiscal.

La fórmula que propone el Proyecto es novedosa en Chile, porque importa un cambio diametral del principio que actualmente gobierna nuestras regulaciones cambiarias. El Proyecto propone la libertad para efectuar cualquier operación cambiaria, con sujeción a las regulaciones y -excepcionalmente- restricciones que específicamente disponga el Banco Central. La aplicación de este principio -una vez aprobada la Ley Orgánica Constitucional- va a ser ciertamente gradual, particularmente debido a la restricción que impone el problema de la deuda externa a la economía chilena. Con todo, la modificación comentada indicaría la voluntad de caminar hacia una mayor libertad y estabilidad en materia cambiaria.

La estabilidad macroeconómica en Chile se ha construido sobre la base de la conducción política del Presidente de la República, quien ha alentado la administración profesional y realista de los asuntos económicos, de manera de concitar credibilidad y confianza, elementos básicos para el desarrollo nacional.

La economía chilena ha experimentado una sorprendente recuperación en los últimos cuatro años y una transformación fundamental de sus estructuras, producto de la gestión de esta administración, aun cuando subsisten problemas por superar, las perspectivas de crecimiento y progreso son altamente auspiciosas. El sector privado así lo ha entendido y, con el creciente concurso de capitales extranjeros, se encuentra abocado a la expansión de las exportaciones, de la inversión y del empleo. La mantención de este saludable cuadro macroeconómico requiere de un marco institucional en el que se armonicen las legítimas aspiraciones de un crecimiento sostenido con la superación de los problemas de corto plazo que toda economía enfrenta. Ello es particularmente importante ante los cambios previstos en el desarrollo político del país. La Constitución Política de 1980, al establecer un Banco Central autónomo, ha dado un importante paso y contribuirá, sin lugar a dudas, a la futura estabilidad económica de Chile.

II. PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO PARA CHILE: TRES RAZONES PARA UN OPTIMISMO RACIONAL Y UNA NOTA DE CAUTELA

Expositor: Sr. Juan Andrés Fontaine T. (*)

Mientras vastas áreas del continente continúan sumidas en la desesperanza, la economía chilena ha emergido de la recesión y avanza a paso seguro. En esta ocasión pretendo revisar brevemente junto a ustedes, los elementos centrales de la estrategia de desarrollo aplicada en Chile, sus resultados recientes y sus perspectivas. En esta revisión expondré las razones que, creo, fundamentan la apreciación de que Chile está en condiciones de dar un salto adelante en su desarrollo, apreciación que por cierto matizaré con una inevitable nota de cautela.

En busca de un camino hacia el desarrollo

Parece ya haber consenso de que el objetivo primordial de la política económica es mantener alto y sostenido el crecimiento económico. No se trata, por cierto, de que otros objetivos, tales como la superación de la pobreza, la redistribución de la renta, la seguridad y la independencia nacional, la defensa del medio ambiente, etc. sean en realidad secundarios. Ocurre que todos estos propósitos tienen una mejor realización imponen costos más tolerables- cuando las economías siguen una trayectoria de crecimiento. Esta afirmación puede hoy parecer obvia, pero en el pasado tanto en Chile como en el resto del mundo subdesarrollado fue objeto de intensa controversia. El consenso que actualmente se observa en Chile acerca de la imperiosa e impostergable necesidad de crecer es, sin duda, la primera razón para ser optimistas respecto de las posibilidades de crecimiento de la economía chilena. Particularmente, si tal convencimiento va acompañado de la voluntad para mantener los hábitos y políticas que lo han hecho posible en otras latitudes y que conforman lo que puede llamarse "la disciplina del desarrollo".

La obligación de crecer se hace más evidente al observar nuestra experiencia

^(*) Director de Estudios, Banco Central de Chile.

reciente. Durante los últimos 25 años, el crecimiento del producto geográfico bruto por habitante ha sido claramente insatisfactorio. En la primera mitad de ese accidentado período, la economía chilena perdió la inmejorable oportunidad que le brindaba una expansión, sin precedentes, de la economía mundial (con la consiguiente bonanza del cobre) porque se encontraba convulsionada por la búsqueda afanosa de un camino de desarrollo. Luego de incursionar por los derroteros más variados y experimentar penosas desilusiones, en 1975 comenzó a edificarse un modelo, fundado en el dinamismo de una economía abierta y movido por la iniciativa privada, el cual, ya entonces habíase probado sorprendentemente exitoso en el Sudeste Asiático.

El período 1975-1985, sin embargo, no sólo vivió las dificultades inherentes a la puesta en marcha de un nuevo modelo de desarrollo, sino que exigió corregir los profundos desequilibrios fiscales y monetarios a que habían conducido las frustrantes experiencias anteriores y enfrentar una aguda y prolongada depresión en los términos de intercambio comercial (caída del precio del cobre y alza del precio del petróleo). Si siempre es arduo construir las reglas e instituciones representativas de una nueva estrategia de desarrollo, particularmente cuando ellas exigen abolir décadas de proteccionismo, pueden imaginar ustedes las enormes dificultades al pretender hacerlo, exactamente en el decenio que ha vivido las dos más severas recesiones mundiales de la postguerra, con los devastadores efectos consiguientes sobre los precios y volúmenes de las exportaciones de los productos primarios.

Las profundas reformas estructurales puestas en práctica durante la segunda mitad de los años setenta, permitieron a Chile lograr un sano y rápido crecimiento en el período 1976-1980. La recesión mundial de 1982 y la grave crisis de la deuda externa pusieron fin abrupto a la expansión y sumieron a la economía nacional en una nueva y severa recesión. Entonces, la transcendente obra de reformulación de la estrategia de desarrollo pareció malograrse y Chile pudo haber perdido el rumbo una vez más.

Prueba concreta de la fortaleza de las reformas liberalizadoras -y he aquí una segunda razón para mirar con optimismo el futuro de Chile- es que hayan sobrevivido esencialmente intactas a los embates de una crisis económica tan severa. De hecho, desde 1985 en adelante, esas reformas han sido intensificadas particularmente en lo relativo a la exportación, la inversión y el ahorro, y perfeccionadas a partir de las experiencias de la crisis y de las nuevas realidades.

Ajuste y Recuperación

La principal razón por la cual la economía chilena sobresale, hoy, de entre sus vecinos es porque comenzó la tarea de ajuste estructural diez años antes. En efecto, los fundamentos sobre los que descansa el crecimiento económico que hoy se observa, fueron laboriosamente levantados a lo largo de la segunda mitad de la década pasada: la creación de las nuevas industrias de exportación (la fruticultura, la pesca, el sector forestal, la minería de oro, etc.), la desregulación de los mercados, la eliminación de los crónicos déficit fiscales y la readecuación del tamaño del sector público, la constitución de un mercado de capitales formal y la flexibilidad de la legislación laboral.

Sin embargo, a contar de 1981, el escenario en el cual la economía chilena se desenvolvía varió abruptamente. Hasta entonces la percepción generalizada era que la

depresión de los términos de intercambio que, como señalamos, se prolongaba con sólo pequeñas variaciones desde 1975, iba prontamente a concluir y que, en todo caso, las disponibilidades de financiamiento externo eran lo suficientemente abundantes como para suavizar cualquier ajuste requerido. Con el desencadenamiento de la llamada "crisis de la deuda externa", la capacidad de captar el financiamiento externo requerido apareció como la más severa limitante del crecimiento económico. A partir de 1983 y, en particular con la aplicación del programa macroeconómico de 1985-1987 se introdujeron los ajustes a la estructura de la producción y el gasto, necesarios para hacer frente a tal restricción. El acento se puso en aquellas medidas destinadas a impulsar las exportaciones, la inversión y el ahorro interno. Dicho programa creó el clima macroeconómico apropiado para que los esfuerzos emprendidos diez años antes comenzasen a germinar. El resultado ha sido conseguir cuatro años de ajuste con crecimiento, un resultado que -hasta donde yo sé- no ha podido ser repetido por ningún otro país afectado por la crisis de la deuda externa.

En efecto, en 1984-1987 el P.G.B. creció a una tasa promedio anual de 5%, alcanzando este último año un nivel 3,8% superior al peak anterior de 1981. La expansión fue -tal como se previó- liderada por las exportaciones y la inversión. El volumen físico de las exportaciones totales de bienes y servicios creció a un ritmo promedio de 8,0% al año, con una participación preponderante de las exportaciones de productos no cupreros, los cuales aumentaron a una tasa anual de 14,0%, también en términos de volumen físico. La inversión bruta en capital fijo, por su parte, creció a un ritmo promedio de 11,6% al año en términos reales, pasando, así, de representar un mero 12% del P.G.B. en 1983 al 16% en 1987 (proporciones ambas medidas a precios corrientes). En plena concordancia con el objetivo de incrementar el ahorro, el consumo experimentó un patrón de aumento considerablemente más moderado (2,0% real al año el consumo total, 2,4% real al año el consumo privado), suficiente para reflejar una leve recuperación en términos per cápita. El ahorro doméstico, en consecuencia, creció del 12,5% del P.G.B. en 1983 al 21% en 1987, mientras que el ahorro nacional (esto es, la porción del ahorro doméstico destinada al financiamiento de la inversión) pasó del 4,4% del P.G.B. al 12,6%. El ahorro doméstico remanente corresponde, como es sabido, al servicio de los intereses de la deuda externa.

El crecimiento ha permitido aliviar los dos problemas más álgidos durante la recesión. En efecto, el empleo creció a un ritmo promedio de 5,8% al año a nivel nacional, haciendo posible una caída del desempleo desde el 22,3% de la fuerza de trabajo en 1983 al 12,8% en 1987 (cifras de la Universidad de Chile correspondientes al promedio de los meses de marzo y septiembre de cada año). Por otra parte, los indicadores financieros de las empresas, severamente deteriorados también por la recesión, se han recuperado vertiginosamente: la tasa de rentabilidad sobre patrimonio pasó de -2,9% en 1983 a +13,9% en 1987, y la razón deuda a patrimonio descendió desde el 93% en 1983 al 68% en 1987 para las sociedades anónimas abiertas y otras que registran información en la Superintendencia de Valores y Seguros.

La mejoría de la balanza de pagos ha sido también muy rápida. En 1984, como consecuencia, principalmente, de un nuevo deterioro del escenario mundial (caída del precio del cobre, alza de las tasas de interés), la balanza comercial de bienes y servicios resultó levemente deficitaria (1,1% del P.G.B.); la cuenta corriente acusó un déficit equivalente a 10,7% del P.G.B. y la balanza de pagos se equilibró sólo gracias a un importante influjo de créditos de corto plazo. En 1987 la balanza comercial de bienes y

servicios fue superavitaria en 4,1% del P.G.B.; la cuenta corriente mostró un déficit de sólo 4,3% del P.G.B. y la balanza de pagos fue levemente superavitaria. Tras el significativo vuelco de la situación de la balanza de pagos están las políticas ya comentadas, que han permitido la expansión de las exportaciones, una eficiente sustitución de importaciones (el volumen físico de importaciones de bienes y servicios creció a un ritmo de 4,5% al año entre 1984 y 1987), y las políticas de renegociación y conversión de deuda externa. Adicionalmente, los esfuerzos internos se vieron finalmente premiados a partir de 1986 por una sostenida mejoría en las condiciones externas -Dios ayuda a los buenos- la que se ha traducido en un incremento de 6,4% en los términos de intercambio comercial entre 1984 y 1987, y en una reduccion de cuatro puntos porcentuales en el LIBOR, la tasa internacional de interés relevante.

La estrategia de deuda externa se ha concentrado en la reprogramación de las amortizaciones de la deuda con bancos y organismos gubernamentales, la obtención de créditos nuevos y otros financiamientos de los bancos comerciales, organismos multilaterales y oficiales, y la aplicación de los novedosos y eficaces mecanismos de conversión de deuda externa. El país ha obtenido resultados satisfactorios en términos de aliviar el esfuerzo del servicio de la deuda y reducir proporcionalmente el volumen de sus compromisos futuros, aprovechando con imaginación y realismo, las oportunidades disponibles. En 1987, Chile y Venezuela fueron los dos únicos países latinoamericanos que redujeron su deuda externa en términos nominales, lo cual, dicho sea de paso, es particularmente difícil mientras el dólar se devalúa. Entre 1984 y 1987 la deuda externa chilena pasó de representar el equivalente a 4,3 años de exportaciones de bienes y servicios a 3,3 años.

Los resultados reseñados son la elocuente respuesta de una economía abierta y movida por la iniciativa privada, a un conjunto de reformas estructurales y políticas macroeconómicas adecuadas. La magnitud y velocidad de la reacción de la iniciativa privada para poner de nuevo en marcha las exportaciones, la inversión y el empleo son, pues, la tercera razón para confiar en las posibilidades de crecimiento de la economía chilena.

Una mirada hacia adelante

Concluida ya la construcción de los aspectos centrales de la actual estrategia de desarrollo y superada la severa recesión de 1982-1983 y sus principales secuelas, la economía chilena puede iniciar una fase de crecimiento sostenido. Las reformas estructurales, luego de años de esfuerzos, sacrificios y readecuaciones, comienzan a mostrar resultados concretos. La actividad productiva se ha volcado a la exportación: un tercio de la producción de bienes y servicios se vende al exterior (en 1970 esta proporción ascendía apenas al 15%). La inversión privada crece aceleradamente (30% de aumento en 1987, en términos reales), en tanto que la inversión pública - cuidadosamente evaluada- se concentra en proyectos de exportación e infraestructura complementaria, además de impostergables inversiones sociales. La iniciativa privada se desenvuelve en una economía libre de excesos de regulación. La propiedad privada se ha extendido y difundido, como producto de la desconcentración de la propiedad estatal, incorporando vastos sectores de la población a la participación en el capital accionario de las principales empresas. La economía se ha abierto al exterior, en lo comercial, gracias a la eliminación de los controles paraarancelarios y al establecimiento

de tarifas aduaneras virtualmente uniformes de un moderado 15%, y, en lo financiero, gracias a la participación creciente de la inversión extranjera. La tributación se ha racionalizado y aligerado gradualmente. El mercado de capitales -probablemente el de mayor desarrollo relativo en América Latina- opera hoy con notable eficiencia y profundidad, gracias en parte a la participación protagónica de los inversionistas institucionales surgidos de la reforma al régimen de pensiones. La legislación laboral ha establecido condiciones de sana competencia en las relaciones laborales, impidiendo que poderes monopólicos, de uno u otro lado de la mesa de negociaciones, alteren la necesaria correlación entre el crecimiento de los salarios reales y el de la productividad de la mano de obra. La gestación de un clima macroeconómico estable, caracterizado por déficit fiscales menores y decrecientes, una inflación moderada y declinante y tasas reales de cambio y de interés competitivas y estables, constituye -finalmente- un elemento crucial. Bien sabemos que los desequilibrios macroeconómicos echan por tierra hasta los proyectos de inversión mejor inspirados, desvían los ahorros y terminan exigiendo siempre costosos esfuerzos de ajuste.

Aun cuando todos estos avances constituyen ya un macizo conjunto de realidades, cuyos frutos están a la vista, el esfuerzo de ajuste estructural no debe ceder. El programa económico de mediano plazo contempla un esfuerzo sostenido de exportación, inversión y ahorro. En efecto, dicho programa se plantea como objetivo mantener un ritmo de crecimiento promedio anual de 5%, similar al observado durante los últimos cuatro años. En dicho período, sin embargo, la economía nacional se vio favorecida por la recuperación parcial de los términos de intercambio comercial y la existencia de abundante capacidad instalada ociosa y mano de obra desempleada como consecuencia de la recesión. Estos factores favorables al crecimiento ya no serán pertinentes en la evolución futura de la economía y la tarea de crecimiento será por tanto más ardua.

El programa supone durante los próximos cinco años un crecimiento de alrededor del 5% al año, en el volumen físico de las exportaciones de bienes y servicios, con las exportaciones de productos no cupreros creciendo a un ritmo de 6 - 7 % al año en términos de volumen físico. Esta proyección es conservadora, en cuanto a que no considera directamente el impacto de los proyectos nuevos de inversión en el área (La Escondida en cobre, los proyectos auríferos y forestales, por mencionar sólo algunos). No necesito extenderme sobre esta materia ya que ustedes tienen programada una sesión especial para ello.

El crecimiento de la inversión en capital fijo se proyecta a un ritmo anual de 10%, orientándose principalmente hacia los rubros de exportación e infraestructura complementaria. La tasa de inversión geográfica debe subir gradualmente desde el 16,9% registrado en 1987, para estabilizarse en torno al 22%, a partir de 1993. La tasa de ahorro nacional, por su parte, debe aumentar desde el 12,6% en 1987 al 16,5% más o menos en 1993, lo cual permite anticipar sólo un moderado ritmo de recuperación en los niveles de consumo. Mientras tanto la tasa de ahorro externo -el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos- se proyecta estable en alrededor del 4% del P.G.B.

Las proyecciones comentadas se fundan en la mantención de un escenario internacional base semejante, previsto para el presente año, excepto en cuanto al cobre, cuyo precio por libra se supone constante en US¢ 75 de 1988. Naturalmente, cabe preguntarse acerca de las posibilidades de financiamiento del programa plantea-

do en ese u otro escenario internacional, lo cual es particularmente pertinente para un país de elevada deuda externa.

¿El final del túnel?

Las densas nubes que desde 1981 han oscurecido el horizonte del financiamiento externo han comenzado a disiparse. No se trata sólo de la conveniente conjunción que hoy se observa entre crecimiento acelerado de los volúmenes exportados y precios favorables. Tampoco se trata del efecto benéfico de la disminución de las tasas de interés internacionales y la rebaja gradual de la carga de la deuda externa. El cambio realmente importante que se ha apreciado en los últimos doce meses es el resurgimiento del financiamiento externo voluntario, por la vía de la inversión extranjera y los préstamos asociados a proyectos de inversión. Chile, como ha dicho recientemente el Director Gerente del Fondo Monetario Internacional, puede estar aproximándose al final del túnel de la crisis de la deuda externa. Pero esta apreciación debe ser interpretada con cautela.

Es cierto que, durante 1984-1987, Chile fue uno de los pocos países latinoamericanos que no sólo no sufrió la llamada "fuga de capitales" sino que consiguió el retorno al país de capitales que durante la crisis buscaron refugio en el exterior. La magnitud de los capitales captados durante los cuatro años pasados a través de depósitos dólares, swaps y operaciones de rescate de deuda externa se estima totaliza US\$ 1.500 millones. El masivo retorno de los capitales nacionales al país es sin duda una importante -y sugerente- vía de financiamiento externo "voluntario".

Explicablemente, la inversión extranjera en Chile se ha puesto en movimiento en forma más pausada. Pero en esta materia el mecanismo de conversión de deuda externa en capital ha tenido un efecto catalizador que ha superado toda expectativa. Un hecho que suele olvidarse en los análisis de este eficiente mecanismo es que éste ha sido capaz de atraer a nuevos inversionistas a tomar riesgos en Chile. De hecho, a 1987 sólo un 20% de las operaciones han sido efectuadas por los bancos comerciales acreedores. El 80% restante ha sido materializado por nuevos inversionistas, los cuales -voluntariamente- han destinado una suma estimada en US\$ 560 millones a la compra en el exterior de los títulos de deuda externa necesarios para perfeccionar sus operaciones de conversión de deuda en capital.

A lo anterior se suma el creciente flujo de financiamiento proveniente de la inversión extranjera en divisas y créditos de proveedores y asociados a proyectos. En 1986 el flujo neto proveniente de esas fuentes no alcanzó a los US\$ 50 millones. En 1987 superó los US\$ 400 millones y en el presente año puede superar los US\$ 550 millones. Financiamientos todos estos, ciertamente, de carácter voluntario.

El quinquenio 1989-1993 presenta, no obstante, importantes interrogantes relativas al financiamiento externo. Durante los dos próximos años, la reprogramación acordada de los vencimientos de las cuotas de amortización de la deuda externa bancaria y pública con la banca internacional reduce apreciablemente los requerimientos crediticios. Así, por ejemplo, considerando un escenario internacional base como el antes descrito y un programa activo de desembolsos tanto de organismos multilaterales como de fuentes privadas (inversión extranjera, créditos asociados a pro-

yectos, proveedores), el financiamiento adicional requerido será inferior al recibido anualmente de la banca internacional en 1987-1988. La tarea por delante es obtener dicha suma sin recurrir a un ejercicio tradicional de "new money". Para estos efectos, el reciente acuerdo con los bancos comerciales en el sentido de flexibilizar los controles de renegociación de la deuda externa y facilitar eventualmente emisiones de bonos es un paso de grandes proyecciones.

Cabe, desde luego, conjeturar para los próximos dos años, situaciones diferentes de la descrita. Entre las eventualidades negativas, por ejemplo, estaría un alza de los intereses (que golpearía mayormente sobre la balanza de pagos de 1990) o un deterioro en los términos de intercambio (por obra quizás, de alguna recesión en Estados Unidos). Aunque las reservas acumuladas durante 1988 ayudarían a amortiguar el impacto de alguno de esos shocks negativos, el todavía elevado nivel de deuda externa dificultaría la obtención del financiamiento requerido. La operación de los mecanismos de conversión de deuda ofrece para esta eventualidad una salida de mercado cuya eficacia ya hemos probado.

Tampoco pueden descartarse escenarios mejores. Desde ya, diez centavos más de precio de la libra de cobre -vale decir un precio equivalente a US¢ 85 de 1988- bastarían para eliminar la brecha de financiamiento externo. Por otra parte, la materialización de los proyectos de inversión más importantes puede alterar diametralmente el cuadro. El proyecto La Escondida -por citar el ejemplo más notorio- contempla gastos de inversión por US\$ 800 millones durante la construcción (prevista para 1989-1991), más de la mitad de los cuales corresponden a desembolsos locales, con el consiguiente flujo neto de divisas al país.

Como siempre ocurre a medida que el horizonte de planeación se alarga, las fuentes de financiamiento se hacen más imprecisas. En efecto, a partir de 1991, a requerimientos financieros semejantes a los de años anteriores se agregarán las amortizaciones programadas de la deuda con la banca comercial y un eventual retorno a una periodicidad semestral en el pago de intereses. La magnitud de las consiguientes necesidades brutas de financiamiento puede prestarse para imaginar escenarios lúgubres. Pero al tomar en cuenta que tales necesidades brutas incluyen el pago completo de las amortizaciones programadas, la magnitud del problema adquiere una connotación diferente. Sabido es que la refinanciación espontánea o negociada de las amortizaciones encierra dificultades menores que las encaradas en los años recientes. La existencia de elevados pagos de amortizaciones programados a contar de 1991, no hace sino poner de manifiesto que el desafío que enfrentan hoy las economías de alta deuda es la de administrar en forma sana el volumen de sus pasivos, más que de reducirlo en términos absolutos, dándole así tiempo al ajuste estructural para aliviar a través del crecimiento, el peso de sus compromisos exteriores. En el intertanto, la magnitud de la deuda introduce, ciertamente, incertidumbre. Pero un reflejo de la mejoría que hemos experimentado, es que la preocupación de hoy se refiera a los requerimientos financieros de la próxima década. No hace mucho, como todavía ocurre en gran parte del continente, las dudas acerca de las disponibilidades de financiamiento externo se concentraban angustiosamente sólo en el año que transcurría entonces.

La progresiva mejoría en la capacidad de pago de la economía chilena es la única ruta disponible para lograr que ella salga definitivamente del túnel de la crisis de la deuda externa. Las proyecciones son, en esta materia, auspiciosas. Se anticipa que la

deuda externa descienda, como proporción de la exportaciones de bienes y servicios desde 3,3 veces en 1987 a 2,9 en 1988, para luego continuar descendiendo hasta 2,0 veces en 1993. A su vez, el servicio de intereses que ella demanda, antes de cualquier refinanciamiento, se proyecta baje desde 27% en 1987 a 25% en 1988 y a 17% en 1993. Coeficientes de endeudamiento externo como los previstos para 1993 indicarían, pues, el pronto reestablecimiento del acceso expedito del país al crédito externo.

Las necesidades de financiamiento previstas para el mediano plazo, toman en cuenta las remesas probables de las utilidades generadas por las importantes inversiones extranjeras materializadas desde 1986 en adelante. La proyección se funda en el supuesto de que en una economía en sana expansión los negocios generan, en promedio, utilidades superiores a las tasas de interés relevantes, luego de descontar los impuestos correspondientes. Conservadoramente, sin embargo, la proyección no considera que tal escenario es propicio a la reinversión de las utilidades en el país, con la consiguiente reducción de los requerimientos de financiamiento externo. Por otra parte, cualquiera exploración acerca de escenarios alternativos más desfavorables no puede dejar de considerar que ellos, muy probablemente, repercutirán negativamente sobre la rentabilidad de la inversión en Chile, reduciendo también las remesas de dividendos al exterior que efectúen los inversionistas extranjeros. La existencia de esta correlación positiva entre el servicio de utilidades de la inversión extranjera y la marcha económica general del país es, pues, la principal razón para favorecer la gradual transformación de los pasivos externos del país desde deuda a capital. Esta correlación inexistente, claro está, en el servicio de los intereses de la deuda convencional-permitirá en el futuro atenuar el impacto, en la economía nacional, de las fluctuaciones en sus términos de intercambio comercial y financiero.

Cabe concluir, en consecuencia, que, efectivamente existe una probabilidad importante de que la economía chilena pueda contar con el financiamiento requerido para desarrollar un proceso de crecimiento sostenido. En el próximo bienio, por ejemplo, es posible que el financiamiento externo no sea la principal limitante del crecimiento económico nacional. Pero, dado el volumen de los compromisos exteriores del país, estas probabilidades dependen crucialmente del estado de la economía mundial y de la evolución de la demanda agregada en Chile. No se necesitan desviaciones muy grandes del curso económico previsto para que la restricción externa vuelva a presentarse en toda su magnitud.

Oportunidad de Desarrollo

Sin embargo, pese a las inevitables dificultades asociadas al financiamiento del desarrollo, parece claro que Chile se aproxima a la última década del siglo con fundadas posibilidades de crecimiento sostenido. Me atrevo a pensar que ha habido pocas ocasiones en nuestra historia en que la constelación de factores económicos -tales como la sostenida aplicación de una política económica que ha modernizado profundamente nuestra estructura económica, la progresiva materialización de productivas inversiones en los más variados campos de la exportación, la creciente afluencia de capitales y tecnología desde el exterior, la verificación de propicias condiciones económicas internacionales y la gestación de un ambiente macroeconómico de estabilidad y confianza- resulten tan favorables al desarrollo económico acelerado. Pero estos auspiciosos factores, desgraciadamente, no ofrecen resultados ciertos.

Chile tiene por delante una inmejorable oportunidad de desarrollo. Pero las oportunidades pueden cogerse y hacerse realidad, o, una vez más, dejarse pasar. Aprovechar la oportunidad exige mantener e intensificar los esfuerzos de exportación, inversión y ahorro que durante la adversidad se hicieron inevitables. En períodos de mayor abundancia ello no siempre es fácil. De los 119 países que registran información en el Banco Mundial sólo 19 se consideran industrializados, lo que sugiere que el desarrollo es, estadísticamente, improbable. Pero -por las razones que he expuesto- tengo confianza que en Chile hemos aprendido ya a valorar y a ejercitar la disciplina del desarrollo.

III. NECESIDADES DE INVERSION EN EL SECTOR EXPORTADOR

Expositor: Sr. Sergio de la Cuadra F. (*)

Introducción

La economía chilena ha experimentado un profundo cambio estructural como resultado de la política económica de mercado, que comienza a aplicarse a partir de 1974. Una de las políticas que ha jugado un rol destacado en este cambio, ha sido la de libre comercio internacional; y, uno de los cambios estructurales más sobresalientes es el que ha ocurrido en el sector exportador.

Desde fines del siglo pasado, el sector exportador chileno vivió sofocado por una política proteccionista que premiaba la sustitución de importaciones, sin entregar ningún estímulo a las exportaciones. Los incentivos favorecían la canalización de los recursos productivos (capital, trabajo y capacidad empresarial) hacia aquellas actividades que reemplazaban importaciones; sólo unos pocos productos mineros, donde las ventajas comparativas eran excepcionales, podían atraer capitales para su desarrollo y competir en los mercanos externos.

En los años previos a la reforma arancelaria que se inicia en 1974, los impuestos aduaneros alcanzaban un promedio de aproximadamente un 100%. En términos del tipo de cambio actual, esta tarifa significaba que al sustituir un dólar de importación se recibían 500 pesos, mientras que, al exportar un dólar, se obtenían solamente 250 pesos. No es de extrañar entonces, que las exportaciones no mineras representaran un porcentaje muy pequeño dentro del total. En la actualidad, el premio por sustituir importaciones se ha reducido a un 15%, lo que ha contribuido decisivamente a que el sector exportador se transforme en el más dinámico de la economía.

El fuerte incremento experimentado por las exportaciones en los últimos catorce

^(*) Director del Banco de Chile.

años no es el resultado de las inversiones realizadas durante el siglo pasado, y sólo en una mínima medida el de las realizadas durante la década del sesenta. Para cualquier observador imparcial de la realidad chilena, éste es el fruto del esfuerzo, del trabajo y de las inversiones realizadas a partir de 1974, cuando la estructura de incentivos comienza a cambiar en favor de la actividad exportadora.

En este trabajo se hace un breve recuento de la evolución de las exportaciones chilenas en los últimos dieciocho años, y se proyectan los requerimientos de inversión que exige el sector exportador para mantener su actual dinamismo durante los próximos años. Ello sólo será posible en la medida que se mantengan los incentivos que resulten de la política de libre mercado en aplicación.

Evolución de las Exportaciones en el Período 1964-1987

Durante este lapso pueden distinguirse claramente tres subperíodos, si se juzga por la tasa de crecimiento de las exportaciones: uno de lento crecimiento, entre los años 1964 y 1970, en que la tasa de crecimiento no superó el 1,3% anual; un segundo período que abarca hasta el año 1973, con un crecimiento negativo de 1,3% anual; y, un tercero y final, que comprende los últimos catorce años, en que las exportaciones crecieron a un ritmo sostenido de 7,4% al año.

CUADRO Nº 1

TASAS DE CRECIMIENTO DEL SECTOR EXPORTADOR

Promedios anuales

(Porcentajes)

PERIODO	Agropecuarias	Industriales	Agropecuarias más Industriales	Mineras	Total
1964-1970	1,6	4,4	3,7	1,1	1,3
1970-1973	-11,3	-9,0	-9,5	0,0	-1,3
1974-1983	20,8	15,9	17,0	3,4	7,1
1983-1987	16,9	12,4	13,7	4,8	8,2
1974-1987	19,6	14,8	16,0	3,9	7,4

Fuente: Banco Central de Chile.

Los incentivos de la política de libre comercio tuvieron una respuesta espectacular en los sectores agropecuario e industrial. En el primer caso, las exportaciones crecieron a una tasa promedio anual de 19,6% durante el período 1974-1987; y, en el segundo, a una tasa de 14,8% anual.

CUADRO Nº 2

EXPORTACIONES

(Millones de US\$, precios de 1987)

AÑO	Agropecuarias	Mineras	Industriales	Total
1970	88	1.113	302	1.503
1977	204	1.713	776	2.693
1987	796	2.603	1.824	5.223
1992 (*)	1.738	3.291	3.272	8.301

^(*) Proyección del autor.

Fuente: Banco Central de Chile.

El valor en dólares de las exportaciones, estimado según precios de 1987, aumentó de US\$ 1.500 millones en 1970, a más de US\$ 5.200 millones en 1987. En el caso de las exportaciones agropecuarias, pasó de US\$ 88 millones a US\$ 800 millones; las industriales, por su parte, subieron de US\$ 300 millones a US\$ 1.800 millones; y por último, las mineras aumentaron de US\$ 1.100 millones a US\$ 2.600 millones.

La política proteccionista previa a 1974 se reflejó en un reducido volumen de comercio y en un alto grado de concentración de las exportaciones en unos pocos productos. Durante las décadas de aplicación de esta política, la importancia relativa de las exportaciones fluctuó entre 10 y 11%del P.G.B., representando las exportaciones mineras alrededor de las 3/4 partes del total exportado. Estos coeficientes son similares a los que prevalecían en 1970. La liberalización del comercio exterior elevó la importancia relativa de las exportaciones, a la vez que incrementó su diversificación. En 1987, a trece años del comienzo del proceso de apertura comercial, el valor exportado alcanzaba a 28% del P.G.B. (coeficiente similar al de los países industrializados pequefíos), mientras las exportaciones mineras representaban sólo un 50% del total exportado

CUADRO N° 3

ESTRUCTURA DE LAS EXPORTACIONES
(Porcentajes)

AÑO	Agropecuarias	Mineras	Industriales	Total
1970	5,9	74,0	20,1	100,0
1977	7,6	63,6	28,8	100,0
1987	15,2	49,8	35,0	100,0
1992 (*)	20,9	39,6	39,5	100,0

^(*) Proyección del autor.

Fuente: Banco Central de Chile.

CUADRO Nº 4

PARTICIPACION DE LAS EXPORTACIONES EN EL P.G.B.

(Millones de US\$, precios y tipo de cambio de 1987)

AÑO	P.G.B.	Exportaciones	Exportaciones P.G.B. (%)
1970	13.295	1.559	11,7
1980	17.068	3.563	20,9
1987	18.660	5.234	28,1
1992 (*)	23.815	8.301	34,9

^(*) Proyección del autor.

Fuente: Banco Central de Chile.

Proyecciones del Sector Exportador y Requerimientos de Inversión para el período 1988-1992

Del Cuadro N° 1 se desprende que la tasa de crecimiento real de las exportaciones agropecuarias e industriales en el período 1974-1983 fue superior a la observada en los últimos cuatro años, (período 1983-1987); lo contrario sucedió con las mineras. Para efectos del análisis, supondremos que en los próximos cinco años se mantiene el ritmo de crecimiento observado en los últimos cuatro años (supuesto que parece conservador, considerando que los términos de intercambio muestran una tendencia a mejorar). Con esta hipótesis, las exportaciones totales crecerían a una tasa promedio anual de 9,7% en los próximos cinco años, alcanzando un valor de US\$ 8.300 millones de 1987 en 1992. La cantidad exportada por cada sector en ese año sería de: agropecuario, US\$ 1.700 milones; industrial, US\$ 3.300 millones y minero, US\$3.300 millones. La estructura del sector sería la siguiente: 40% minería, 39% industria y 21% silvoagropecuario.

CUADRO Nº 5

PROYECCION DE EXPORTACIONES

(Millones de US\$, precios de 1987)

AÑO	Agropecuarias	Industriales	Mineras	Total	% Var.
1988	930	2.050	2.728	5.708	9,1
1989	1.088	2.304	2.859	6.251	9,5
1990	1.272	2.590	2.996	6.858	9,7
1991	1.487	2.911	3.140	7.538	9.9
1992	1.738	3.272	3.291	8.301	10,1

Con un crecimiento del 9,7% en las exportaciones, se requeriría que el resto de la economía creciera al 3% para que el P.G.B. alcanzara a una tasa del 5%. Se elegirá estas tasas como hipótesis de trabajo para determinar los requerimientos de inversión

del país en los próximos cinco años.

El crecimiento del P.G.B. dependerá de la tasa de acumulación de capital, del aumento en el empleo y de las mejoras de productividad (cambio tecnológico) que observe cada sector. Un crecimiento de 5% para la economía como un todo se puede lograr con una inversión bruta de 22,5% del P.G.B., un aumento del empleo de 2% por año y un crecimiento de productividad de 1,5% anual. En este cálculo hay una rentabilidad implícita del capital de 20% antes de descontar depreciación e impuestos.

Los requerimientos de inversión para lograr la meta de crecimiento del P.G.B. van de US\$ 4.000 millones en 1988 a aproximadamente US\$ 5.400 millones en 1992; o bien, la inversión bruta total que debe realizarse en cinco años alcanza a casi US\$ 24 mil millones.

CUADRO Nº 6

PROYECCIONES (Precios y tipo de cambio de 1987)

AÑO	P.G.B. (Mill. US\$)	Inversión (Mill. US\$)	Exportaciones P.G.B.	Inversión P.G.B.
	(5 5 4)	(554)	(%)	(%)
1988	19.593	3.919	29,1	20,0
1989	20.573	4.320	30,4	21,0
1990	21.601	4.860	31,8	22,5
1991	22.681	5.103	33,2	22,5
1992	23.815	5.358	34,9	22,5

El 45% de la inversión bruta total en los próximos cinco años, es decir, aproximadamente US\$ 10.700 millones, se invertirían en actividades exportadoras, con la siguiente distribución: US\$ 3.300 millones en la agricultura; US\$ 5.000 millones en la industria, y US\$ 2.400 millones en la minería.

CUADRO Nº 7

INVERSION REQUERIDA PARA EL CRECIMIENTO DEL SECTOR EXPORTADOR

(Millones de US\$, precios de 1987)

AÑO	Agrícola	Industrial	Minero	Total
1988	431	705	392	1.528
1989	518	864	441	1.823
1990	680	1.021	491	2.192
1991	765	1.153	515	2.433
1992	900	1.291	541	2.732
Total	3.294	5.034	2.380	10.708
VP (r=10%)	2.412	3.711	1.777	7.900

En 1988, los requerimientos de inversión para el desarrollo de nuevas exportaciones son: US\$ 430 millones en el sector silvoagropecuario; US\$ 700 millones en el sector industrial y US\$ 400 millones en el sector minero.

¿Cómo se financiarán estos volúmenes de inversión?

Dado el elevado nivel de endeudamiento externo, el esfuerzo para financiar el crecimiento deberá ser mayoritariamente nacional, lo que significa un gran esfuerzo de ahorro. Históricamente, la relación entre inversión y P.G.B. ha sido del orden del 17%. Como sosteníamos anteriormente, ella debe incrementarse al menos a 22% para pretender tasas sostenidas de crecimiento del P.G.B. del orden del 5% anual. Ello implica que una parte importante de los aumentos del producto, en los próximos años, se destinen a inversión, con lo cual el consumo crecerá sólo levemente por encima del incremento de la población. Esta restricción de consumo es indispensable, si se pretende elevar el actual coeficiente de inversión, que alcanza al 18%. Sólo una vez lograda la meta de inversión de 22%, será factible que el consumo crezca a la misma tasa que el producto, es decir, a 5% anual (o 3,3% en términos per cápita).

El complemento al ahorro nacional, que podría obtenerse del exterior, se encuentra limitado por la restricción de endeudamiento que enfrentan los países de América Latina. En mi opinión, el máximo de endeudamiento externo que puede obtenerse en los próximos años es un monto tal, que mantenga inalterado el actual nivel de deuda externa en términos reales. Si se proyecta una inflación internacional del orden del 4%, la deuda nominal podría crecer a esta misma tasa, o bien, en aproximadamente US\$ 800 millones anuales. Un ahorro externo de esta magnitud equivale a un 4% del P.G.B., por lo cual, el ahorro nacional debería alcanzar como mínimo un 18% del P.G.B., cantidad que supera la tasa histórica.

La política vigente de limitar el tamaño del sector público implica que el mayor ahorro debe originarse en el sector privado, para lo cual se cuenta con un sistema tributario que lo incentiva a nivel de la empresa.

Al limitar el nivel de endeudamiento externo a su actual valor real, la magnitud del problema de esta deuda se reduce gradualmente en el tiempo, a través del crecimiento del producto. La estrechez de liquidez internacional se aliviaría aún más rápidamente si se logran las metas de crecimiento de las exportaciones planteadas anteriormente. En efecto, la relación deuda a exportaciones, que actualmente alcanza a 3,6, se reduciría a un nivel de 2,3, en 1992. Esta relación no es distinta a los niveles históricos y, una vez alcanzada, podría considerarse que el problema de la deuda externa y la restricción de recursos que ella envuelve ha sido superado.

Luego, la actual política de libre comercio, que provee los incentivos adecuados para un acelerado crecimiento de las exportaciones, es la forma más adecuada de resolver el mencionado problema en el mediano plazo.

El ahorro externo, complementario al esfuerzo doméstico, conviene canalizarlo preferentemente vía inversión extranjera directa, de modo de reducir la vulnerabilidad de la economía ante shocks externos. Las fluctuaciones en la economía internacional tienen gran repercusión en la economía chilena, como resulta evidente al analizar los ciclos económicos en Chile. En las doce recesiones de los últimos cincuenta años,

sólo una de ellas puede clasificarse como enteramente originada por causas internas; las once restantes están relacionadas con shocks externos, que se manifiestan a través de fuertes caídas en los términos de intercambio. Esta característica de la economía chilena hace que la inversión extranjera directa sea preferible al crédito externo, puesto que en la primera forma de financiamiento, el ingreso nacional es menos vulnerable que en la segunda. Esta consideración es especialmente importante en presencia de una correlación inversa entre términos de intercambio y tasa de interés internacional.

Por otra parte, la inversión extranjera directa puede generar beneficios extras en la medida que incremente la productividad de los recursos nacionales mediante la incorporación de tecnología, la aplicación de métodos modernos de administración y la apertura hacia nuevos mercados externos.

Política Macroeconómica y Desarrollo de las Exportaciones

Para hacer posible el crecimiento proyectado de las exportaciones, se requiere, como condición necesaria, un manejo adecuado de la economía, que evite los desequilibrios macroeconómicos tradicionales del pasado tales como déficit fiscales, crisis de la balanza de pagos e inflación acelerada.

El sector exportador ha probado su fortaleza, al resistir exitosamente shocks externos tan severos como la reciente crisis de los años 1981-1983. A pesar de su fuerte impacto en la actividad económica nacional, las exportaciones crecieron a una tasa de 13,3% en el período 1980-1984. Este resultado fue posible en parte, por un manejo adecuado de la política macroeconómica: se mantuvo la disciplina fiscal y monetaria, y la política de incentivos neutrales a la exportación, vía aranceles bajos, se modificó sólo transitoriamente.

Sin embargo, si regresamos a la demagogia económica del pasado, las perspectivas de la economía, y del sector exportador en particular, serían muy distintas a las proyecciones que hemos realizado. De producirse este escenario, la secuencia más probable en el desarrollo de la política económica sería que, en una primera etapa, se siguieran políticas expansivas de remuneraciones, gasto público y crédito. Como resultado de ello, la actividad económica observaría un auge y el gasto real de la población se vería incrementado. El mayor nivel de gasto, por su parte, estimularía las importaciones y la fuga de capital al exterior, afectando las reservas internacionales del Banco Central. En un plazo de más o menos dos años, terminaría esta etapa con una crisis de la balanza de pagos, la que se enfrentaría restringiendo las importaciones. para "ahorrar divisas". Ello significaría volver a los mecanismos discriminatorios de control del comercio exterior, tanto a nivel cambiario como arancelario, y también por cierto. el término de una de las políticas más exitosas del último tiempo, como es la apertura al exterior. Le seguiría una segunda etapa, que se caracterizaría por una aceleración de la tasa de inflación, frente a la imposibilidad política de retornar a un esquema de disciplina fiscal. Se volvería a las "guerras contra la inflación", tan frecuentes en los países latinoamericanos, donde las armas predilectas son los controles de precios.

A modo de conclusión, podemos destacar:

- 1. La reacción del sector exportador a los incentivos que le otorga la política económica de mercado fue superior a lo que cualquier observador imparcial pudo prever. Las exportaciones, como proporción del producto, se elevaron de un coeficiente histórico de 10 a 28%, en 1987, y se puede esperar que alcancen un 35% al cabo de los próximos cinco años. Ello refleja que los beneficios asociados a una política de libre comercio son sustanciales, y van mucho más allá de las ventajas comparativas estáticas que describe la teoría del comercio internacional.
- 2. Para mantener este dinamismo se requieren grandes volúmenes de inversión en el sector exportador, que estimamos en un promedio anual del orden de los US\$ 2.000 millones durante los próximos cinco años. La restricción de recursos externos que enfrenta el país impone un gran esfuerzo de ahorro nacional para financiar este crecimiento. Como corolario de ello, el consumo por habitante del país no puede progresar en forma significativa en esos años.
- 3. A fin de mantener la estructura de incentivos neutrales que se requiere para atraer recursos al sector exportador, es imprescindible un manejo cuidadoso de la política económica, que evite los excesos de gasto, asociados a programas populistas, que normalmente terminan en problemas de balanza de pagos y en el cierre de la economía al exterior, cambiando los incentivos en contra del sector exportador.

IV. SWAPS DEUDA/CAPITAL: UN ENFOQUE DE LOS MERCADOS DE CAPITAL

Expositor: Sr. George C. Ross (*)

Pocos temas son tan vitales como el de la restitución del mérito crediticio en las naciones en desarrollo altamente endeudadas. El acceso a los mercados crediticios es de gran importancia para el crecimiento económico, único camino realista para salir de los problemas sociales y económicos que comúnmente caracterizan a los países en desarrollo.

Esta charla se concentra en la utilización de una herramienta potencialmente valiosa en aquel proceso: los swaps deuda/capital. Quisiera discutir esta herramienta desde el punto de vista de nuestro banco, y analizarla en el contexto del mercado de capitales.

Para la nación deudora, la carga de la deuda se hace sentir en muchos frentes. No hace mucho, las naciones deudoras consideraban su deuda como un suplemento bienvenido para sus propios ahorros domésticos. Hoy, muchos visualizan esa misma deuda como una merma para los flujos de caja de la nación y, como un compromiso potencial de la soberanía política.

Para el acreedor a su vez los préstamos eran una fuente de ganancias muy atractiva. Actualmente, los mismos préstamos representan activos problemáticos cuyo valor real puede llegar a determinarse finalmente a través de la negociación entre deudores y acreedores.

En este punto, dudo que tenga que convencer a alguno de ustedes de que la prolongación de la crisis perjudica tanto al deudor como al acreedor. Esto, se ha hecho más palpable, obviamente, desde 1982 con ocasión de la primera crisis de la deuda.

^(*) Director Gerente del Chemical Bank.

Desde entonces, ha habido una serie de reestructuraciones que no han resuelto el problema general. Los comités de reestructuración se han mostrado pacientes y prudentes al tratar de abordar las demandas sistemáticas de largo plazo mientras que al mismo tiempo, intentan resolver los problemas más inmediatos. No obstante esos esfuerzos, hemos llegado a un punto que ha sido burlonamente denominado como de "desequilibrio estable".

Aun en esta situación, pareciera que existieran ventajas al compararla con alternativas extremas.

Analicemos el caso del Perú, por ejemplo. El intento mal aconsejado en ese país para evitar el aumento de su deuda externa, y evitar sus obligaciones de continuar pagando los intereses sobre la misma, lo han llevado a adoptar un programa radical para restringir el pago de los intereses. Esto, a su vez, ha afectado el status comercial global del Perú en una forma tal, que sus socios comerciales sólo realizan negocios internacionales con ese país sobre la base de operaciones al contado. Y, mucho me temo que, debido a eso, Perú simplemente no dispone de las divisas suficientes.

¿"Desequilibrio estable", "Salir del paso a duras penas", "Sentencia extrema"? Claramente tenemos que desarrollar más y más opciones que nos ayuden a lograr un compromiso realista entre las expectativas del acreedor y las dificultades del deudor. Necesitamos aceptar el hecho de que un proceso de recapitalización exitoso, se ve obstaculizado por la ausencia de reglas consistentes, árbitros y precedentes. Debemos reconocer que el proceso debe involucrar algo más que negociaciones entre naciones deudoras y acreedores privados. Se requiere de una mayor agrupación gubernamental, y de organismos internacionales para manejar, y coordinar el proceso de recuperación.

Es esta búsqueda por un compromiso factible lo que ha llevado al Chemical Bank, a presentar un programa que llama a compartir los riesgos, responsabilidades y potenciales beneficios.

Permítanme explicar lo que entendemos por compartir. Primero, nos comprometemos a trabajar por reestablecer el valor de lo que retenemos, en parte, a través del uso de swaps. Para esto, tendremos que efectuar, sobre una base seleccionada, algunos descuentos en el valor inmediato de nuestros activos que ofrezcan una ganancia más atractiva en el largo plazo. Por el bien de nuestro programa, estamos preparados para reconocer que el valor nominal de ciertas deudas no será recuperable en un 100% dentro de ningún margen de tiempo realista, y que una reducción parcial de la deuda, en ciertos casos, hará que el saldo tenga mayores posibilidades de recuperación. Incluso, estamos preparados para negociar un descuento, si se nos otorga la oportunidad de incrementar nuestro valor de retorno, a través de un manejo financiero. En otras palabras, nos asociaremos en aquellos casos que impliquen una pérdida durante el inicio de nuestra gestión, si es que existe una posibilidad razonable de recuperarlas, o bien de aumentar el valor de nuestra inversión a través de prepagos acelerados. Un trato estructurado de esta forma debería mejorar la recuperabilidad de nuestros restantes activos, de nuestras inversiones, así como también, la economía de los países deudores. Y si todo marcha bien, asistiremos al deudor para que recupere su acceso a los mercados de crédito y capital. Ese es nuestro objetivo y es lo que hace que los difíciles pasos que damos valgan la pena.

Antes de llegar al asunto de cómo podrían estructurarse estos tratos, quisiera enumerar algunos de los beneficios de tal enfoque. Si realmente los deudores y acreedores estuviesen dispuestos a compartir el riesgo, las responsabilidades y las recompensas potenciales de tal programa de reinversiones, entonces todos estaríamos en una mejor posición. El deudor volvería a ser cumplidor, y se abriría la puerta a relaciones financieras y comerciales más normales. Hoy, lamentablemente, es justo decir que existen más acreedores dispuestos a ello que deudores. Sin embargo, reconozco, en un acto de justicia para los deudores, que existen restricciones legítimas para ellos, tales como el cumplimiento con el Fondo Monetario Internacional, presiones políticas internas, e incluso, limitaciones constitucionales.

¿Cuáles son entonces algunas de las opciones disponibles de recapitalización y cómo puede un banco estructurar tales tratos para alcanzar estos beneficios?

Una forma de recapitalizar la deuda, por supuesto, es simplemente vendiendo la deuda por efectivo en el mercado secundario, volátil, e inexistente en algunos casos. Por razones obvias, esto no es muy conveniente, y si los bancos privados confian indiscriminadamente en este mercado secundario como una forma de escape, las naciones en desarrollo no estarán en una posición mejor al corto plazo ni les servirá tampoco en el largo plazo.

Una segunda opción para el acreedor es cambiar una forma de deuda por otra. Esto permite la consolidación de la misma en manos de instituciones que son capaces de utilizarla en forma productiva.

Luego, tenemos los swaps deuda/bonos, una transacción que crea un bono cuyo valor está ligado a una buena fuente de ingresos por exportaciones. Esta puede ser el petróleo, cobre, oro, productos agrícolas o cualquier fuente potencial o existente que genere ingresos por exportaciones. Tal swap deuda/bonos, constituye una opción aconsejable ya que relaciona el retorno financiero con el rendimiento económico. En otras palabras, el bono no requiere de pagos programados, sino que más bien vincula el desembolso con el rendimiento.

También, existe la posibilidad de cambiar la deuda por activos fijos de un tipo u otro, tales como tierras, edificios, e incluso, mercancías. En principio, esta alternativa podría ser más atractiva para los bancos que para los países, pero un posible beneficio de tal swap es que podría incentivar un continuo comercio y la producción local de exportaciones no tradicionales.

Finalmente, existe el celebrado swap deuda/capital que es, actualmente, la forma de inversión más atractiva para ambas partes y el vehículo más ampliamente buscado. Los swaps deuda/capital no solamente reducen la deuda en forma inmediata, y por consiguiente el servicio de la misma, sino que también promueven inversión que puede generar exportaciones adicionales. Esto es precisamente lo que el deudor quiere y lo que debe hacer. Para el acreedor, un swap de deuda por capital le ofrece la oportunidad de incrementar su valor a futuro, lo que explica el por qué, el acreedor está a menudo, al estructurar el trato, dispuesto a aceptar las pérdidas implícitas al comienzo.

En resumen, todos estos ejemplos buscan llevar a cabo exactamente aquello de

lo que les he estado hablando: la conexión del retorno con el rendimiento económico y el compartir riesgos, responsabilidades y potenciales beneficios. Además, muchas de estas estructuras incentivan la participación activa de los Gerentes locales y empresarios. Esto sólo puede favorecer el desarrollo productivo de los recursos de una nación y en el proceso, invertir la salida crónica de talento y capital. Adicionalmente -y esta es la parte apasionante para mí- el banco y el país se asocian para demostrar la factibilidad y vitalidad de las inversiones locales. Se logra así la confianza necesaria y se favorece el retorno de capitales externos, lo que, por supuesto, acelera la vuelta a un status de capacidad crediticia.

Obviamente, estos ambiciosos programas y los beneficios que he proyectado, solamente pueden lograrse en un ambiente global favorable. No podemos alcanzar estos tratos sin un escenario adecuado, y con reglas claras y definidas. Es necesaria una estructura legal uniforme y no decisiones inconsistentes o ad-hoc. Necesitamos aquello de lo cual dependen todos los contratos legales exitosos: un cuerpo de normas y regulaciones consistentes. Requerimos lo que toda empresa comercial exitosa disfruta: la cooperación voluntaria de todas las partes interesadas. Es preciso que todos se incorporen. Desde los organismos gubernamentales en los países anfitriones hasta aquellos en casa, desde los acreedores hasta los deudores y las entidades privadas. Necesitamos un proceso de aplicación simple y de decisiones rápidas.

Sin embargo y desafortunadamente, en general acontece todo lo contrario en estos días. Muchos países consideran los programas deuda/capital como concesiones a los bancos comerciales y como soluciones no completamente aconsejables. En consecuencia, ellos no siempre están activamente incentivados. Algunos países, como Filipinas, pusieron en marcha programas que en la práctica resultan complicados debido a restricciones burocráticas y a los requerimientos de dinero fresco. Otros, como Argentina y Brasil, ofrecen opciones de inversión limitadas por la imposición de restricciones de hecho y por las limitaciones sobre dónde y cuándo pueden efectuarse las inversiones. México, un antiguo proponente de las conversiones de deuda en capital, cerró su ventana a estas transacciones a fines de 1987 y se ha comportado en forma muy poco clara con respecto a su restablecimiento futuro. Esto no es exactamente lo que yo llamaría un enfoque consistente y favorable.

Sin embargo, Chile, estoy muy contento de decirlo, es la excepción más notable en la normalmente vacilante y lenta aceptación de los programas de conversión por parte de los deudores solventes. Este país ha sido presentado como el modelo de un programa de conversión deuda/capital exitoso. El programa es ciertamente el mejor organizado, y quizás, el menos restrictivo de todos los programas deuda/capital adoptados por cualquier otro país a la fecha. El programa, gobernado por los Capítulos XVIII y XIX del Compendio de Normas de Cambios Internacionales del Banco Central de Chile, ofrece una política de inversión abierta y equitativa, con un proceso administrativo relativamente simple y reglas muy claras, tanto para residentes como para no residentes. La claridad y la consistencia de la puesta en práctica del programa se han visto destacadas por el hecho que desde el inicio del mismo, en mayo de 1985. Chile ha reducido su deuda externa total, por medio de las conversiones v swaps deuda/capital, en más de un 10%, aproximadamente US\$ 3.000 millones . A su vez. el pago anual por intereses se ha reducido casi en US\$ 350 millones. Esto ciertamente puede y debe considerarse un éxito. Sin embargo, devolvámonos en el tiempo y preguntémonos, ¿Qué características del programa chileno lo han hecho tan exitoso?

Primero, desde que se introdujo este programa, su estructura básica se ha mantenido esencialmente inalterable. A pesar de que ha habido algunos cambios administrativos, los reglamentos operacionales se han aplicado en forma consistente. Esto tiene mucha importancia para un inversionista que confía en que las reglas del juego sean estables, cuando planea una inversión. En este ambiente, un inversionista podrá estar confiado en que las autoridades chilenas continuarán rigiéndose por las reglas de repatriación de dividendos y capital, establecidas en el programa. En resumen, el atractivo de Chile como un país anfitrión, se ve incentivado por las reglas de conversión aplicadas en forma consistente. Cuando tal situación se acopla con una economía relativamente estable y una inflación moderada, el inversionista puede predecir los desembolsos en forma mucho más confiable.

Segundo, mientras que las inversiones de capital en las compañías chilenas públicas o privadas deben ser aprobadas por el Banco Central, no existe una prohibición general contra tipos particulares de inversión. Mientras el Banco Central prefiere las inversiones que promuevan las exportaciones, los extranjeros no deben preocuparse por que se les prohíba invertir en una industria cerrada o en monopolios gubernamentales. De hecho, el gobierno está deseoso de privatizar grandes inversiones en el sector público y de promover la competencia en el sector privado. La fuerza inherente del sector privado chileno y su potencial de crecimiento al largo plazo, constituyen fuertes incentivos para nuevas inversiones extranjeras. Debería añadir aquí que el programa chileno, Capítulo XVIII, provee incentivos para los residentes, como también suministra un mecanismo para repatriar el capital fugado, lo que intensifica, además, la fuerza del sector privado. Para demostrar este punto, les pido que presten atención al hecho de que más del 60% de todas las conversiones sujetas el programa chileno, se han llevado a cabo de acuerdo con el Capítulo XVIII.

Tercero, aunque existen costos de conversión, el programa chileno no requiere de contribuciones en dinero fresco, o descuentos excesivos de las obligaciones presentadas por el inversionista. El dinero fresco puede incentivar la posibilidad de obtener una rápida aprobación por parte del Banco Central o incluso, puede quedar amparado por el Decreto Ley N° 600 que legisla sobre las inversiones extranjeras directas y que permite condiciones de repatriación más favorables. Además, los costos asociados con una inversión efectuada a través de una conversión por medio del Capítulo XIX, generalmente se consideran razonables.

He analizado recientemente, una serie de razones por las cuales creo que el programa chileno ha resultado exitoso en comparación con los programas de conversión de otros países. Sin embargo, sería un error pensar que no existe lugar para ciertos perfeccionamientos. El Capítulo XIX, por ejemplo, tiende a ser más restrictivo con los dividendos y con las remesas de capitales que lo que realmente necesita ser. Los dividendos no pueden repatriarse hasta el quinto año, a pesar que una compañía tenga rentabilidad en los primeros años. El capital no puede repatriarse hasta después del décimo año. Por ejemplo, el programa de Filipinas permite la repatriación del capital después del cuarto año, mientras que Venezuela y México permiten remesas de dividendos limitados desde un comienzo. La restricción de la remesa de dividendos al exterior hasta el quinto año, no otorga a los inversionistas la oportunidad de distinguir entre las posibilidades de crecimiento estable al largo plazo y las inversiones de alto riesgo al corto plazo. Creemos que tiene sentido económico acortar el período de restricción de los dividendos y dejar que la declaración, pago y repatriación de dividendos sean

gobernados por las finanzas de las compañías, en forma análoga a como los ingresos por exportaciones deben regirse por directrices legisladas.

Segundo, el período de repatriación de capitales debería cambiarse desde el decimoprimer año, al quinto o séptimo, o como una alternativa, el programa podría crear una tabla de acceso a las divisas para la repatriación de capital y dividendos, basados en dólares reales ganados debido a lo generado gracias a los ingresos por exportaciones de una compañía. Otra alternativa sería otorgar a los inversionistas en industrias estratégicas, incluyendo las exportadoras, un programa de desembolso más favorable.

En tercer lugar, el programa chileno podría enmendarse para permitir las conversiones en serie a una tasa fija predeterminada. Esto facilitaría las inversiones en proyectos de puesta en marcha en donde se requiere invertir dinero durante un prolongado período. Las conversiones en serie a una tasa de descuento predeterminada permitiría a los inversionistas predecir los costos con mayor precisión.

Finalmente, nuestro banco considera los valores en cartera de capital accionario, adquiridos a través de swaps, como inversiones, y en consecuencia, creemos que deberíamos tener el derecho de vender estas inversiones en cualquier momento en el futuro, a cualquier comprador interesado, en moneda nacional o en moneda extranjera.

En conclusión, aunque estamos conscientes de que éste puede ser un momento difícil para efectuar cambios en el Capítulo XIX, creemos que nuestras sugerencias harían a dicho Capítulo aún más atractivo para las inversiones extranjeras, y al mismo tiempo, acelerarían la reducción de la deuda externa chilena y su carga de intereses, incrementando simultáneamente sus ingresos por exportaciones y mejorando aún más la balanza comercial. De cualquier modo, las modificaciones sugeridas son necesarias.

V. NORMATIVA QUE REGULA LA INVERSION EXTRANJERA Y OPORTUNIDADES DE INVERSION

Expositor: Sr. Fernando Alvear (*)

Iniciaré mi exposición haciendo un breve recuento de lo ocurrido en la actividad productiva en los últimos cuatro años, para luego centrarme en la normativa que regula la inversión extranjera y las áreas donde se advierten claras oportunidades de inversión.

A partir de 1983, cuando el país llegó al fondo de una profunda recesión, la economía chilena entró en una etapa de vigorosa y sostenida recuperación, cuya base fue la aplicación de una política económica con énfasis en el desarrollo de los sectores productivos transables. Las cifras muestran que en el período 1984-1987, el Producto Geográfico Bruto creció a una tasa promedio del 5% anual, destacando el dinamismo observado en sectores como la agricultura y la industria, en los cuales la tasa promedio de crecimiento llegó a 6,5% y 6,0%, respectivamente. Un hecho ilustrativo del cambio estructural que experimentó la economía chilena es que en 1981, antes de la crisis, el Producto de los sectores transables representaba el 36,4% del P.G.B. total, relación que en 1986 ascendió al 39,1% y en 1987 al 38,3%.

Paralelamente, la tasa de inversión, medida como la Formación Bruta de Capital Fijo sobre el P.G.B., luego de reducirse a sólo 12% en 1983, ha venido incrementándose en forma sostenida en los últimos años, para llegar, en 1987, al 16%. Ello refleja el esfuerzo que viene haciendo el país en esta materia, pero plantea, a su vez, un desafío para el futuro, en el cual la contribución de los inversionistas externos puede ser de gran importancia para acelerar el desarrollo económico chileno en los próximos años.

Legislación sobre Inversión Extranjera

En Chile, los principales regímenes legales a través de los cuales puede ingresar la inversión extranjera son tres:

^(*) Secretario Ejecutivo del Comité de Inversiones Extranjeras, Banco Central de Chile.

a) El Decreto Ley Nº 600 o Estatuto de la Inversión Extranjera, considerado el régimen principal debido a la variedad de aportes que permite, así como por el volumen de recursos movilizados. Bajo esta modalidad, el inversionista puede internar capitales en moneda extranjera de libre convertibilidad, bienes físicos, tecnología, préstamos asociados a la inversión o capitalización de créditos y de utilidades. El plazo máximo generado para la internación de los aportes es de tres años desde que la inversión es aprobada, y de ocho años en las inversiones mineras, pudiendo éste último llegar a doce años, si así lo decide el Comité de Inversiones Extranjeras. Por otra parte, el inversionista tiene derecho a remesar sus capitales a partir del tercer año, contado desde su ingreso, y las utilidades en cualquier momento, luego de haberse realizado.

Las autorizaciones de inversión extranjera por esta vía se formalizan por un contrato - ley entre el inversionista y el Estado de Chile, el cual no puede ser modificado en forma unilateral. Dicho contrato estipula el régimen tributario que se aplicará, pudiendo el inversionista escoger entre una tasa de 49,5% como carga impositiva total, no sujeta a cambios, por un plazo de 10 años o un 40% en los términos indicados, más un 30% adicional aplicable sólo si la rentabilidad de las utilidades enviadas al exterior supera el 40% del capital traído por el inversionista extranjero en los últimos cinco años. Una tercera opción que tiene el inversionista es acogerse al régimen general, que no le asegura una invariabilidad en la tasa como en las opciones anteriores. Dicha tasa se redujo de 40% a 35% en enero recién pasado. Sin embargo, el inversionista puede, por una vez, renunciar al derecho de invariabilidad tributaria y acogerse al régimen impositivo general.

- b) Una segunda vía de ingreso para la inversión extranjera es el artículo 14 de la Ley de Cambios Internacionales, que permite realizar aportes de capital solamente bajo la forma de divisas. El capital puede remesarse al exterior a partir del tercer año contado desde su ingreso, y las utilidades en cualquier momento.
- c) Finalmente, está la inversión con títulos de la deuda externa. Esta modalidad permite a personas residentes en el exterior hacer inversiones en Chile con recursos provenientes de la venta de pagarés de la deuda externa. En este caso, el capital no puede remesarse antes de 10 años contados desde la materialización de la inversión. Asimismo, las utilidades pueden repatriarse a partir del quinto año, incluyendo aquellas que se hubieren generado durante los primeros cuatro años, en porcentajes anuales no superiores al 25% del monto acumulado.

La Inversión Extranjera

Como corolario de este ambiente económico favorable, ha habido en estos años un gran interés en los inversionistas extranjeros por radicarse en Chile. Las cifras que mencionaré a continuación son elocuentes y ahorran mayores comentarios.

ITEM	EN MILLONES DE US\$					
	1985	1986	1987	Ene-Mar 1988	Total Ult. 4 años	
Inversión Autorizada	421	263	563	1.424	2.671	
Inversión Materializada	138	184	497	211	1.030	

Oportunidad de Inversion

Deseo referirme, a continuación, en forma concreta, a algunas de las principales áreas en que Chile posee evidentes ventajas comparativas, cuyo potencial aún no desarrollado abre atractivas posibilidades para la inversión extranjera.

1. Tradición Minera

Sin lugar a dudas, Chile es una nación singularmente dotada de recursos mineros, lo que hasta ahora ha contribuido a formar una imagen a nivel internacional en la que se identifica al país como productor de cobre. En efecto, el alto nivel alcanzado por la producción de este metal, superior a 1.400.000 toneladas al año, sitúa a Chile como el mayor productor y exportador de cobre a nivel mundial. Con reservas estimadas en más de 120 millones de toneladas de fino, las posibilidades de inversión en esta área siguen siendo muy alentadoras. Ello no sólo a nivel de grandes proyectos, como es el caso de "Escondida", que está materializándose con capitales foráneos, sino también de una gran cantidad de yacimientos medianos y pequeños de alta ley, que todavía no se explotan. En este aspecto, hay que destacar que Chile ostenta costos de producción bajísimos a nivel mundial, situación que tiende a acentuarse, a corto plazo, al entrar en producción nuevas plantas de ácido sulfúrico.

Sin embargo, la minería chilena es mucho más que el cobre. Nuestro país posee una alta proporción de las reservas mundiales de Litio, Boro, Yodo, Renio, Molibdeno y Selenio, áreas en las cuales sólo una pequeña parte está siendo aprovechada en la actualidad. Asimismo, Chile tiene grandes yacimientos de Salitre, producto que, ante la creciente demanda de fertilizantes naturales, muestra excelentes perspectivas. También es importante destacar el fuerte crecimiento observado en la minería del oro, cuya producción bordea actualmente los 17 mil kilos al año, situando a nuestro país entre los doce mayores productores mundiales. De igual modo, la producción de plata asciende a 500 toneladas anuales, cantidad que sólo es superada por cinco países en el mundo.

La abundancia de recursos mineros aún no explotados, junto a una legislación clara y precisa respecto de la propiedad de los yacimientos, brindan un ambiente de seguridad para el desarrollo del sector, situación que por lo demás se ve avalada por las inversiones extranjeras ya autorizadas en este campo.

2. Auge de la Fruticultura

Una de las áreas donde Chile ha demostrado poseer grandes ventajas es en la producción de frutas. La superficie ocupada con huertos frutales se elevó desde 53 mil hectáreas en 1965 a 148 mil hectáreas en 1987 y continúa creciendo a una tasa del orden de un 7% anual. Ello ha sido posible gracias a las bondades del clima que caracteriza a nuestro país y a la excelente acogida que ha tenido la fruta chilena en los mercados internacionales. Si bien nuestro país se encuentra relativamente distante de los principales centros de consumo, la calidad de las cosechas y sus rendimientos, así como la oportunidad en que está disponible, han superado con creces todas las dificultades.

El sostenido desarrollo de la fruticultura chilena se refleja en la creciente importancia que han venido adquiriendo estos productos en las exportaciones. Mientras en

1980 las ventas de fruta al exterior representaban menos del 4% de las exportaciones totales, dicha relación subió al 9,3% en 1985 y al 12,3% el año recién pasado, cuando superaron los US\$ 527 millones. Sólo por citar algunos ejemplos, en los últimos cuatro años, las ventas físicas al exterior de uva de mesa se han incrementado en 81%, las de manzanas en 85% y las de nectarines en 136%.

Paralelamente a lo anterior, ha venido desarrollándose un sector agroindustrial en torno a la fruticultura, el que en 1987 permitió a Chile exportar más de US\$ 58 millones bajo la forma de fruta seca, pulpas, conservas y jugos de fruta.

Asimismo, las exportaciones de hortalizas frescas y deshidratadas están adquiriendo un impulso significativo, con ventas al exterior que el año pasado totalizaron US\$ 26 millones. Ello representa un incremento de 172% en los últimos dos años.

El sostenido crecimiento de la producción frutícola y hortícola, junto a la incorporación constante de nuevas tierras al riego, dan una idea de la potencialidad de este sector, especialmente en lo que respecta al desarrollo de la agroindustria.

3. Industria Pesquera

El largo litoral que caracteriza a nuestro país, con más de cuatro mil kilómetros de costa, lo pone en un sitial privilegiado en la disponibilidad de recursos pesqueros. De hecho, el sector pesca ha sido el de mayor crecimiento en la última década, lo que ha permitido duplicar la captura o desembarque de especies marinas en los últimos seis años.

El crecimiento del sector pesquero está claramente orientado hacia el sector externo, con exportaciones que en 1987 bordearon los US\$ 640 millones, es decir el 12,6% de las exportaciones totales. No obstante, la actividad pesquera aún tiene mucho que ofrecer, especialmente en lo que respecta a la industrialización del recurso, que actualmente está muy concentrada en los procesos primarios, como lo son la producción de harina y aceite de pescado. La alta calidad y variedad de especies que ofrece el mar chileno justifica acentuar la elaboración de productos destinados al consumo humano, cuya demanda en el mundo está en ascenso. Si bien en 1987 se exportaron US\$ 265 millones en este tipo de productos marinos, es evidente que en este campo aún queda mucho por hacer.

También es importante destacar el fuerte impulso que ha venido adquiriendo la reproducción de especies en cautiverio o viveros, particularmente en la zona sur del país. Las condiciones climáticas de esas regiones, así como la incontaminación de sus aguas, han permitido un gran aumento en el cultivo de especies salmonídeas. Con una producción estimada en alrededor de tres mil toneladas de salmón en la última temporada, se proyecta que en 1990 Chile podrá exportar cerca de diez mil toneladas de este producto.

4. Energía

En lo que respecta a energía, dadas las características de la geografía de Chile, existe un gran potencial hidroeléctrico por aprovechar, el cual tiene las puertas abiertas al inversionista extranjero, en igualdad de condiciones que los nacionales. Lo mismo

ocurre en lo que respecta a la explotación y exploración de petróleo. Actualmente se realizan promisorias exploraciones en el norte del país, donde varias compañías extranjeras han analizado los antecedentes obtenidos y han demostrado un gran interés por instalarse en la zona.

Telecomunicaciones

En el campo de las telecomunicaciones, si bien hay un nivel superior al de otras naciones de similar grado de desarrollo, existe un mercado interno ansioso de más y mejores servicios. Actualmente, por ejemplo, la densidad telefónica alcanza aproximadamente a seis teléfonos por cada cien habitantes, lo que evidentemente debe ser mejorado. Prueba del interés que ha despertado la potencialidad de las inversiones en esta área es la reciente adquisición, de parte importante de las acciones de la Compañía de Teléfonos de Chile, por inversionistas australianos.

6. El Desafío Forestal

Pero quizás el caso más urgente en materia de nuevas inversiones corresponde al sector forestal. Con la aplicación de una política de fomento a la forestación, Chile ha desarrollado en forma espectacular la actividad silvícola, en especial la producción de pino radiata. El fuerte incremento en las plantaciones, que se viene observando desde 1974, plantea un gran desafío para los próximos años, ya que la oferta de bosque maduro aumentará en forma significativa y su aprovechamiento demandará cuantiosas inversiones. Las proyecciones señalan que la oferta de madera aserrada podría triplicarse hacia el año 2000, llegando a un promedio de 13 millones de metros cúbicos anuales en el trienio 1998-2000. El auspicioso presente y las favorables perspectivas que ofrece el sector forestal chileno, ya han despertado el interés internacional, situación que se aprecia al constatar que empresarios de Nueva Zelanda, los mayores productores de pino radiata en la actualidad, están materializando cuantiosas inversiones en el país. De acuerdo con las estimaciones realizadas, para aprovechar la oferta de madera en pie que habrá en los próximos años se precisaría realizar inversiones por un monto cercano a los US\$ 3.700 millones, entre los años 1986 y el 2003.

El buen nivel en que se encuentra el sector queda de manifiesto al señalar que en 1987, las exportaciones forestales llegaron a US\$ 577 millones, marcando un nuevo récord.

Como lo habrán podido advertir en esta parte de mi exposición, los atractivos enumerados se refieren, en buena medida, a la explotación de recursos naturales. No obstante, Chile posee también una capacidad industrial muy pujante y que en los años recientes ha venido adquiriendo niveles de competitividad cada vez mayores. En la actualidad, el país está exportando muchos productos de los cuales en el pasado era un importador neto, tal como está ocurriendo con los productos textiles, muebles, vajilla y en general, una cantidad importante de diversas manufacturas. Cabe hacer notar que, en los últimos dos años, el valor de las exportaciones de productos industriales ha crecido a una tasa cercana al 29% anual.

En resumen, en materia de oportunidades de inversión, Chile ofrece una amplia gama de posibilidades, donde junto a las ventajas que le ha dado la naturaleza, destaca principalmente la capacidad de sus trabajadores y profesionales, complemento indis-

pensable en cualquier proyecto de inversión.

Debido a lo limitado de mi tiempo, solamente mencionaré otros importantes sectores donde sin duda existen numerosas oportunidades de inversión: El Turismo, sobre el cual nuestro país, con miles de kilómetros de cordillera, mar, nieve, desierto, campo, ríos y bosques tiene una variedad inagotable de perspectivas. Los Servicios es el sector que más se desarrolla cuando la economía se expande a tasas elevadas, especialmente en aquello que complementa el auge de las exportaciones. Esto último se apreció claramente en 1987, con el fuerte crecimiento observado en los sectores comercio, transporte y comunicaciones.

ALUGUNOS PROYECTOS DE INVERSION EXTRANJERA AUTORIZADOS EN 1987 (D.L. N° 600)

Inversionista	País	Sector	Monto (Mill. US\$)
Marubeni Corporation	Japón	Servicio	2,0
Inv. Property Marketing Ltda.	Bermudas	Minero	7,9
Reckitt, Colman Chiswick (OTC) Ltd.	Inglaterra	Industrial	5,4
Phillips Gloelampenfabrieken	Holanda	Industrial	2,5
Carter Holt Harvey Int. Ltda.	Nueva Zelanda	Pesquero y	
•		Forestal	56,5
Chase Manhattan Bank N.A.	Estados Unidos	Servicio	20,0
Phelps Dodge Corp.	Estados Unidos	Industrial	2,5
Amax Expl. Inc.	Estados Unidos	Minero	300,0
Jetex S.A.	Panamá	Pesquero	2,4
Austin Powder Co.	Estados Unidos	Industrial	5,0
Gold Dust Ventures	Estados Unidos	Minero	2,7
Standard Fruit	Estados Unidos	Plant. Frutales	2,5
Dyckerhoff & Widmann A.G.	Alemania Federal	Construcción	2,7
NMR International N.V.	Antillas Holand.	Servicio	8,0
Broke Hills Properties Utah Int. (*)	Australia	Minero	1.100,0
Río Tinto Zinc Corp. (*)	Inglaterra	Minero	
Japan Escondida Corp. (*)	Japón	Minero	
Bond Corp. 1988	Australia	Telecomunic.	280,0

^(*) Proyecto Minero "Escondida" 1988.

VI. PROCEDIMIENTOS OPERACIONALES DEL CAPITULO XIX: UN ENFOQUE SIMPLIFICADO

Expositor: Sr. Edward M. Dreyfus (*)

En este trabajo discutiré, en términos simplificados, los procedimientos operacionales relacionados con el mecanismo chileno de los swaps deuda/capital, Capítulo XIX.

Empezaré revisando la génesis del mercado de los swaps deuda/capital para los instrumentos o títulos de deuda de los países en desarrollo. Luego, me referiré a las condiciones específicas del mercado en Chile que han facilitado el desarrollo de un mecanismo para los swaps deuda/capital. Enseguida, revisaré fuentes alternativas de financiamiento para estas conversiones de deuda en capital en Chile. También mencionaré tres conceptos claves para comprender el Capítulo XIX chileno en operación, antes de revisar un diagrama sobre una transacción bajo el mismo Capítulo. Finalmente, concluiré con algunas predicciones sobre el éxito futuro del programa.

El mercado de los swaps de deuda comenzó con la crisis de la deuda latinoamericana. Los mercados de créditos voluntarios se cerraron para los países latinoamericanos, los que se vieron así imposibilitados de conseguir dinero fresco para sus balanzas de pago e inversiones. Para proteger sus reservas existentes, los países restringieron los movimientos de capital y divisas, incluyendo el repago de capital de su deuda corriente. Enseguida, se produjo la reacción natural de los analistas de mercado, accionistas y administradores de bancos extranjeros. En algunos casos los bancos decidieron vender los instrumentos de deuda, aun a un precio inferior a su valor total. En otros, se decidió relocalizarlos en otro tipo de activos. Pero, a pesar de cualquier opción que decidieran tomar, los fondos prestables fueron bloqueados a los respectivos países. Simultáneamente a la oferta de venta de créditos por parte de los bancos, se desarrolló un mercado secundario por los instrumentos de esas deudas, dado que otros actores financieros ofrecían comprarlos a un bajo valor nominal.

Con una oferta y demanda por los instrumentos de deuda, disponibles en un

^(*) Gerente General del Citibank (Chile).

mercado secundario, emergió en Chile una oportunidad histórica para la formación de capital. Todo lo que se necesitaba eran proyectos para la inversión y mecanismos para capitalizar los instrumentos de deuda.

Existe, en la actualidad, un mercado de instrumentos de deuda para virtualmente cada uno de los países latinomericanos. Los valores recientes fluctúan desde 67% del valor nominal, para los instrumentos Colombianos, hasta 8% para los instrumentos Peruanos, y 3% para los de Nicaragua. Chile está casi en el tope con 60,5%.

PAGARES DE DEUDA EXTERNA Valores de Mercado - Abril 1988

(%)

ARGENTINA	29,0
BOLIVIA	11,0
BRASIL	50,5
CHILE	60,5
COLOMBIA	67,0
ECUADOR	29,0
MEXICO	51,5
NICARAGUA	3,0
PERU	8,0
VENEZUELA	55,0

Los swaps deuda/capital se desarrollaron en Chile, no sólo porque existía una oferta y una demanda por los instrumentos chilenos. Tal oferta y demanda puede encontrarse para los instrumentos de varios países latinoamericanos. Una cierta cantidad de pre-condiciones de mercado chilenas facilitaron la aparición de los swaps. En términos del mercado doméstico, las inversiones de capital extranjeras fueron bienvenidas, tanto legalmente como en términos de la política de desarrollo económico. Chile ya había desarrollado un mercado de instrumentos financieros, de modo que la gente estaba acostumbrada a tratar con ellos. La estabilidad monetaria y fiscal hizo posible una inflación relativamente baja y un reducido déficit fiscal. Un bajo diferencial entre el tipo de cambio oficial y el tipo de cambio del mercado paralelo, minimizó las distorsiones macroeconómicas potenciales, y el Banco Central tuvo las herramientas necesarias y la voluntad para imponer una política disciplinaria y controlar el posible impacto inflacionario, producto del intercambio de los instrumentos de deuda externa por moneda local. Todos estos factores se combinaron para producir un favorable ambiente inversionista y pavimentaron el camino para el mercado de los swaps deuda/capital en Chile. La percepción relativamente favorable del clima existente en Chile incentivó a los inversionistas, los que a su vez pudieron apreciar reales oportunidades de inversión en el país.

Los swaps con instrumentos de deuda chilenos diseminados entre los bancos de diferentes países son accesibles a los inversionistas, aun si sus propios bancos no prestaron inicialmente a Chile o no tuvieron sus instrumentos. Los programas de reducción a la exposición al riesgo de los bancos hacen posible adquirir los instrumentos chilenos a base de un descuento y, conjuntamente con la aparición de un mercado secundario por los instrumentos de deuda, los corredores se adaptaron, tanto en Chile como en el exterior, para facilitar los swaps de deuda y para relacionar a los inversionistas con los proyectos.

Para financiar las inversiones en Chile, existe una gran variedad de instrumentos

deuda/capital. El endeudamiento local se puede obtener por la vía de préstamos bancarios, documentos comerciales y bonos. A pesar del límite impuesto a los flujos de capital y al denominado "dinero fresco", el endeudamiento externo aún está disponible para Chile a través del financiamiento comercial. Además, los organismos multilaterales de crédito han continuado prestando dinero a Chile, ya que este país ha cumplido siempre con los términos del Fondo Monetario Internacional, del Banco Mundial y con los acuerdos del Banco Interamericano de Desarrollo. Algunos bancos le han efectuado también algunos préstamos para nuevos proyectos, a pesar de la crisis de la deuda. Adicionalmente, Chile tiene un programa de "relending" que le permite disponer de fondos para algunas inversiones. Los préstamos de compañías extranjeras a sus subsidiarias chilenas, también son factibles.

Las inversiones en capital accionario por parte de los inversionistas locales y extranjeros pueden efectuarse en moneda nacional, en acciones comunes o preferentes. Los inversionistas extranjeros pueden además invertir en moneda extranjera a través del Decreto Ley N° 600, o por medio de swaps deuda/capital vía Capítulo XIX.

La situación legal de ambas posibilidades de inversión en moneda extranjera antes citadas, difiere en que el Decreto Ley N° 600 es una ley con presumiblemente mayor permanencia que el Capítulo XIX, el que se limita a ser una disposición del Banco Central sujeta a revisiones administrativas. Las inversiones a través del Decreto Ley N° 600 deben ser aprobadas por un Comité de Inversiones Extranjeras, compuesto por los Ministros de Hacienda, Economía, Relaciones Exteriores, Planificación Nacional y el Ministro responsable del área de la economía en la cual se efectuará la inversión. El Banco Central y la Corporación de Fomento de la Producción, (CORFO), también participan en el proceso.

Por otro lado, en contraste con el proceso para operar con el Decreto Ley N° 600, para efectuar una operación según el Capítulo XIX, sólo se requiere de la autorización del Banco Central. En ambos casos, los fondos locales se obtienen al tipo de cambio oficial, pero el Capítulo XIX ofrece, en el hecho, un descuento en el costo de los fondos, o visto de otra manera, es posible obtener la misma cantidad de moneda local con menos dólares. Bajo el Decreto Ley Nº 600, los dividendos de la nueva inversión pueden remesarse en forma inmediata; sin embargo, bajo el Capítulo XIX, se prohíbe la remesa de dividendos durante los primeros cuatro años de vida del proyecto. Estos fondos bloqueados sólo pueden remesarse a contar del quinto al octavo año a razón de un 25% anual. Los dividendos devengados a contar del quinto año pueden remesarse inmediatamente. Bajo el Decreto Ley Nº 600, el capital original puede remesarse después de tres años si el proyecto es vendido o liquidado, mientras que las inversiones de capital a través del Capítulo XIX no pueden remesarse hasta después de diez años. En ambos casos, los inversionistas extranjeros tienen acceso al mercado oficial de divisas con la aprobación del Banco Central, para las remesas de capital y dividendos. Sin embargo, solamente los fondos remesables bajo Decreto Ley N° 600 pueden ser empleados para realizar operaciones swaps con el Banco Central, antes de su remesa, con el objetivo de lograr cobertura contra el riesgo cambiario.

Finalmente, la inversión bajo el Decreto Ley N° 600 se documenta por medio de un contrato con la República de Chile. A su vez, la transacción vía Capítulo XIX se perfecciona por medio de tres documentos diferentes:

- Primero, un convenio de redenominación entre el inversionista y el deudor local quien compra su deuda en pesos. Este es el documento mediante el cual el inversionista obtiene moneda local. Más adelante explicaré, con mayor detalle, el concepto de la redenominación.
- Segundo, existe un convenio de cesión entre el inversionista y el acreedor que está vendiendo la deuda chilena. Este es el documento que otorga al inversionista la propiedad sobre los instrumentos o títulos de deuda.
- Tercero, y el más crítico, es la aprobación formal de la operación por parte del Banco Central de Chile.

CHILE FINANCIAMIENTO DE CAPITAL

CARACTERISTICAS	D.L. N° 600 NUEVO CAPITAL	CAPITULO XIX DEUDA/CAPITAL		
Disponible para	Inversionista Extranjero	Inversionista Extranjero		
Disposiciones Legales	D.L. N° 600 (1974)	Normas del Banco Central (1985)		
Aprobación	Comité de Inversiones Extranjeras	Banco Central		
Costo de Fondos de Adquisición de Divisas	Tipo de Cambio Oficial	Tipo de Cambio Oficial con Descuento		
Remesas de Dividendos	Sin Restricción	Restricción: - 4 años Total - 4 años Parcial		
Remesas de Capital	Restricción: - 3 años	Restricción: -10 años		
Acceso al Mercado de Divisas	Sí	Sí		
Swaps Banco Central	1 año, Renovable	No		
Documentación	Contrato con la República de Chile	-Convenio de Redenominación - Convenio de cesión - Aprobación del Banco Central		

Ahora estoy preparado para bosquejar la operación del Capítulo XIX, pero primero quisiera aclarar tres conceptos que escucharán en cualquier negociación relacionada con dicho Capítulo: "descuento", "prima" y "redenominación".

[&]quot;Descuento", se refiere a la diferencia entre el valor nominal de los instrumentos

de deuda, supongamos 100, y el menor precio de mercado al cual se venden tales instrumentos, supongamos 60. "Prima", se refiere a la diferencia entre los dólares en efectivo que serán invertidos, supongamos 100 nuevamente, y el valor en dólares de los pesos realmente obtenidos, supongamos 147. Les mostraré otros ejemplos para aclarar aún más este punto. Finalmente, "redenominación", se refiere al intercambio del valor en dólares de los instrumentos por pesos. En realidad, el inversionista no recibe el valor de 100 dólares en pesos por los 100 dólares del instrumento de deuda al valor nominal. Recibe algo menos, digamos el valor en pesos de 88 dólares por el valor inicial de sus 100 dólares en instrumentos al valor nominal. El porcentaje de pesos recibidos por el intercambio del valor en dólares de los instrumentos de deuda se denomina "tasa de redenominación".

Antes de ilustrar con un ejemplo los conceptos de prima, descuento, y redenominación, describiré el proceso operacional del Capítulo XIX.

Una transacción, según el Capítulo XIX, involucra al menos dos emplazamientos: Chile y algún lugar del extranjero que puede ser Nueva York. En ella, intervienen siete o más participantes: primero, un inversionista extranjero; segundo, una compañía con un proyecto en Chile en el cual el inversionista desea invertir; tercero, un banco acreedor extranjero que desea vender los instrumentos de deuda chilenos a base de un descuento; cuarto, una compañía chilena que desea pagar anticipadamente su deuda en dólares a base de un descuento y redenominarla mediante el aporte de moneda local; quinto, el Banco Central; sexto, un banco extranjero o agente que negocia con el acreedor y el inversionista extranjero; y, séptimo, un banco local y/o agente en Chile que negocia con el deudor, la compañía local o proyecto y el Banco Central. El banco local y/o agente puede o no estar relacionado con el banco extranjero. Estos son todos los participantes en una transacción a través del Capítulo XIX.

Una operación a través del Capítulo XIX se puede visualizar en el diagrama que se presenta más adelante. En él se puede observar que la transacción se inicia (paso 1) cuando el inversionista extranjero identifica un proyecto o compañía en Chile en el(la) cual desea invertir. En el paso 2, el inversionista extranjero otorga un mandato a un banco local o agente en Chile para que lo represente a lo largo de las negociaciones del trato o convenio. El banco local, en el paso 3, presenta una solicitud de inversión ante el Banco Central, y en el paso 4 recibe la aprobación. Esto parece bastante rápido aquí, pero de hecho, puede demorar varios meses el pasar desde el paso 3 al 4. Una vez que el Banco Central otorga su aprobación en el paso 4, el inversionista extranjero, en el paso 5, paga dólares a un banco o agente en el extranjero, el que a su vez, en los pasos 6 y 7, obtiene los documentos de deuda externa. El acreedor extranjero ha vendido, a estas alturas, los instrumentos o títulos chilenos a base de un descuento. En el paso 8, el banco extranjero traspasa los instrumentos de deuda al banco en Chile. En el paso 9, el banco en Chile entrega los instrumentos de deuda a la compañía deudora local, la que prepaga en pesos su préstamo original, a base de un descuento. La compañía deudora chilena, en el paso 10, redenomina a moneda nacional, el valor en dólares del préstamo, suministrando así pesos al banco local. Finalmente, en el paso 11, el banco local entrega los pesos al dueño de la compañía o proyecto local, el cual a su vez, en el paso 12, entrega al inversionista extranjero las acciones en la inversión proyectada. De esta manera, se completa la transacción a través del Capítulo XIX.

Documentos de deuda externa BANCO EXTRANJERO O AGENTE ACREEDOR **EXTERNO** Dólares Dólares Pagados Entregados Dólares 9 $\widehat{\mathbb{S}}$ INVERSIONISTA **EXTRANJERO** (5) EXTERIOR instrumentos Traspaso de de deuda Mandato <u></u>2 CAPITULO XIX: DIAGRAMA DE FLUJO Oportunidad de inversión (12) Acciones 🕶 BANCO CENTRAL 0 Deuda original 🍝 COMPAÑIA O PROYECTO Aprobación (4) CHILE BANCO LOCAL Y/O AGENTE DEUDOR CHILENO Entrega sotnemunteni sbude de G Pesos 9 6

Volviendo a los conceptos de descuento, prima y redenominación, daré un ejemplo que ilustra sobre los mismos desde el punto de vista del inversionista.

CHILE CAPITULO XIX

OAI NOEG AIA				
EJEMPLO				
DESDE EL PUNTO DE VISTA DEL INVERSIONISTA				
 Valor de compra de un activo en Chile Valor nominal de los instrumentos de deuda Redenominación de dólares a pesos al 88% 	\$ 100 \$ 114			
100 = 114 0,88				
 Valor de adquisición de los instrumentos de deuda Valor de mercado= 60% 114 x 0.6 = 68 	\$ 68			
Descuento que obtiene el inversionista sobre el activo chileno	\$ 32			

El inversionista desea comprar un activo en Chile cuyo valor es de 100. Suponiendo que redenomina sus dólares en pesos al 88%, el valor nominal de los instrumentos de deuda que adquiere es de 114, esto es 100/0,88. Si el valor de mercado de los instrumentos que compró es de 60% y el valor nominal de los mismos es 114, el valor de adquisición será de 68, esto es 114 x 0,6, con lo que el descuento obtenido asciende a 32%.

Los descuentos reales han variado a través del tiempo en función de la tasa de descuento de la deuda, y de la tasa de redenominación. En mayo de 1987, la deuda chilena se vendía con un descuento del 30% y los deudores locales redenominaban aproximadamente al 92%, de modo que los inversionistas obtuvieron descuentos del 24%. En marzo se 1988, la tasa de descuento era de 40%, y los deudores locales redenominaban al 88%, de modo que los inversionistas obtenían descuentos de 32%.

CHILE CAPITULO XIX	
Descuento por US\$ DESDE EL PUNTO DE VISTA DEL INVERSIONISTA	

Tasa de redenominación de dólares a pesos

		86%	88%	90%	92%
Tasa de	30%	0,19	0,20	0,22	0,24
Descuento	34%	0,23	0,25	0,27	0,28
de la Deuda	40%	0,30	0.32	0,33	0,35
	47%	0,38	0,40	0,41	0,42
		Marzo 88	M	layo 87	

Pero en vez de hablar de descuentos, algunas veces se hace referencia a las primas, especialmente al visualizar las transacciones desde el otro extremo, es decir, desde el punto de vista del banco. Supongamos que el efectivo disponible en dólares es de 68. Los instrumentos de deuda están aún disponibles al 60% del valor nominal, de modo que este es nuevamente, de 114, esto es 68/0,6. Si los dólares se redenominan nuevamente al 88%, la operación será como si se hubiesen invertido 100 dólares (114 x 0,88). Si se obtienen 100 empleando 68, la prima resultante para los dólares invertidos será de 1,47 ó 100/68.

CHILE CAPITULO XIX

EJEMPLO				
DESDE EL PUNTO DE VISTA DEL BANCO				
 Efectivo disponible Valor nominal del instrumento de deuda a comprar Precio del 60% del valor facial 	\$ 68 \$114			
<u>68</u> = \$ 114 0,6				
• Redenominación de dólares a pesos al 88% 114 x 0,88 = 100	\$ 100			
 Prima por US\$ invertido 100 = 1,47 68 	1,47			

Este fue el caso, cuando en marzo de 1988 las tasas de descuento de los instrumentos de deuda fueron del 40% y las tasas de redenominación del 88%, proporcionando la prima descrita de 1,47. En mayo de 1987, cuando el descuento de los instrumentos de deuda fue del 30% y la tasa de redenominación del 92%, la prima llegó a un reducido 1,31%.

CHILE CAPITULO XIX

Descuentos por US\$ DESDE EL PUNTO DE VISTA DEL BANCO

Tasa de redenominación de dólares a pesos

	Marzo 88			Mayo 87	·····
	47%	1,62	1,66	1,70	1,74
de la Deuda	40%	1,43	1,47	1,50	1,53
Descuento	34%	1,30	1,33	1,36	1,39
Tasa de	30%	1,23	1,26	1,29	1,31
	_	86%	88%	90%	92%

Delinearé ahora las condiciones de mercado y los procedimientos operativos del Capítulo XIX, y quisiera concluir con algunas reflexiones sobre este último.

Primero, la aprobación del Banco Central es muy cuidadosa, lo que implica, muchas veces, que transcurra un tiempo bastante largo antes de su obtención. Esto no sólo se debe a la alta demanda por realizar operaciones bajo el Capítulo XIX, sino también porque el Banco Central aprueba cada proyecto de acuerdo a sus méritos y porque quiere estar totalmente seguro que se respeten dos reglas fundamentales: el inversionista debe realmente ser extranjero y los fondos de capital deben provenir efectivamente del exterior. De modo que si no se cumplen estos dos requerimientos, no deben presentarse propuestas bajo el Capítulo XIX.

Nuestra segunda reflexión es que la oferta de instrumentos de deuda chilenos es incierta en cualquier momento dado, por lo que el precio puede variar sustancialmente. Asimismo, existen otras razones igualmente valederas para esta fluctuación en el precio, y no todas ellas se relacionan directamente con Chile. Durante el pasado año, el precio de los instrumentos chilenos se movió entre un 70% y un 52%.

Tercero, el Capítulo XIX es una disposición del Banco Central y no una ley. Como tal, está más fácilmente sujeta a cambios futuros que lo que estaría si se hubiese establecido específicamente como una ley.

Finalmente, quiero hacer mención a algunos puntos del ambiente inversionista general en Chile. Existen reglas claras y consistentes para los inversionistas. Chile posee un plan económico coherente respaldado por una reforma estructural. Esto ha proporcionado las oportunidades de crecimiento económico necesarias para atraer a inversionistas foráneos.

En resumen entonces, el mecanismo del Capítulo XIX provee la solución para los problemas de los acreedores, deudores e inversionistas. Para el país, el Capítulo XIX permite e incentiva la reducción de la deuda externa, atrae la inversión extranjera y beneficia la economía con un mayor crecimiento, empleo, nuevas tecnologías, y acceso a nuevos mercados externos. A su vez, pospone la salida de dólares por pagos de capital y de intereses sobre la deuda, la que ahora se ha capitalizado. También permite recaudar impuestos sobre las utilidades y remesas producto de las inversiones y tiende a asegurar que los pagos al exterior estén limitados a los buenos momentos, cuando los dividendos se acumulan. En años de bajas utilidades, los dividendos se reducen y, en consecuencia, también se reducen las remesas. En contraste con esto, los intereses sobre la deuda externa, que no ha sido capitalizada, se pagan independientemente de la situación económica.

Para los deudores locales en Chile, el Capítulo XIX permite el pago anticipado de préstamos a base de una tasa reducida y en moneda local, eliminando así los riesgos de fluctuaciones en el tipo de cambio y en las tasas de interés. Para los acreedores que deseen vender sus préstamos aun a base de descuentos, la disponibilidad de un mecanismo para los swaps deuda/capital incentiva el mercado de préstamos, facilitando así la venta de los mismos. Y para los inversionistas, o compañías extranjeras que desean invertir en Chile pueden hacerlo también a base del descuento.

Los bancos extranjeros, que capitalizan sus propios instrumentos de deuda

convirtiéndolos en capital accionario, no obtienen un descuento ya que estos bancos amortizan la diferencia entre el valor nominal de los instrumentos capitalizados y el valor en pesos recibido. Sin embargo, en el proceso, ellos tienen la oportunidad de reducir su exposición global al riesgo mejorando sus carteras de activos chilenos con proyectos de alto rendimiento.

Al concluir, quisiera hacer notar que el Citibank es un agente activo en representación de inversionistas extranjeros que utilizan el Capítulo XIX. Ya hemos completado, a nombre de varios clientes, más de US\$ 250 millones en operaciones bajo el Capítulo XIX. Nuestra empresa, es también un inversionista comprometido con dicho Capítulo XIX por derecho propio. Hemos impulsado una estrategia de largo plazo para invertir en compañías del sector privado, principalmente en las del sector exportador y en negocios que requieren valor agregado, especialmente en proyectos de puesta en marcha o en expansión. Ya hemos convertido más de US\$ 40 millones de nuestros propios documentos de deuda en dos proyectos vía Capítulo XIX: la puesta en marcha de una mina de oro y un bosque de pinos.

Citibank trabaja también en al menos cuatro proyectos más, que involucran más de US\$ 100 millones adicionales en inversiones deuda/capital. Si todos estos proyectos son aprobados, esperamos comprometer más de US\$ 150 millones en inversiones industriales en Chile para fines de 1988.

VII. CONVERSION DE DEUDA EXTERNA EN CHILE: EXPERIENCIA PASADA Y PERSPECTIVAS FUTURAS

Expositor: Sr. Francisco S. Silva (*)

Me referiré a la experiencia que nuestra institución ha tenido en Chile en el proceso de conversión de la deuda externa en capital y cuáles creemos que son las perspectivas para el futuro.

Security Pacific, el séptimo banco de los Estados Unidos, con activos que superan los 70 mil millones de dólares, comenzó a incursionar en el campo de la conversión de la deuda externa de Chile a mediados de 1986, fecha hasta la cual no tenía presencia en el país. Después de poco más de un año de actividad, cuenta con inversiones materializadas que superan los US\$ 40,0 millones. La estrategia seguida ha sido la de invertir activamente en negocios de orden financiero y pasivamente en negocios no financieros.

La justificación de esta estrategia nace de disposiciones reglamentarias en los Estados Unidos, como así también del criterio de sana administración que no permite manejar negocios en los que no se cuenta con experiencia previa. Sin embargo, en negocios no financieros donde haya socios fuertes y equipos de administración experimentados, siempre estaremos dispuestos a evaluar la posibilidad de invertir en forma minoritaria.

Con relación a los negocios financieros, las conversiones realizadas han permitido que Security Pacific sea hoy dueño de una sociedad Corredora de Bolsa denominada SP Chile Valores S.A. y de un Banco Comercial que lleva el nombre de Banco Security Pacific.

SP Chile Valores se dedica a la intermediación financiera, compraventa de acciones y bonos y asesoría financiera. En sólo 7 meses de operaciones, la Corredora de

^(*) Gerente General, Security Pacific Chile S.A.

Bolsa alcanza hoy día un destacado lugar entre los Corredores de Bolsa del mercado chileno. Esta presencia bursátil coincide con la estrategia corporativa en el sentido de entrar al negocio bursátil toda vez que las disposiciones legales lo permitan. Es así como hoy, nuestro banco cuenta con presencia significativa en los mercados de Inglaterra, Canadá, Japón, Australia, Singapore, Nueva Zelanda, etc.

Security Pacific es un banco comercial que otorga servicios bancarios a empresas e individuos, tales como préstamos en moneda local, cartas de crédito, préstamos para exportaciones, operaciones en moneda extranjera, cobranzas locales e internacionales, intermediación financiera y banca de personas. Naturalmente que es en el campo bancario donde nuestra institución se ha desenvuelto mejor, ya que hoy es el segundo banco en los Estados Unidos y en California, y el que tiene el mayor número de sucursales bancarias.

Con relación a las inversiones pasivas, Security Pacific ha optado por invertir minoritariamente en empresas con cierta madurez y experiencia, a fin de proteger sus intereses mediante la administración profesional e independiente que garantice el éxito a largo plazo de la empresa.

Es así com hoy, SP es accionista de algo menos de un 10% de Chilectra Metropolitana y casi un 20% de Chilectra Generación; ambas empresas líderes en la distribución y generación de electricidad en Chile. Ellas muestran interesantes perspectivas de crecimiento y desarrollo y dan empleo a casi 4.000 personas.

Chilmetro transporta y distribuye energía a los sectores: residencial, comercial, industrial, agrícola, fiscal, municipal y de utilidad pública del Gran Santiago. Cuenta con casi un millón de clientes, cifra que, a pesar de la madurez del mercado, ha crecido en 2.5% en el último año.

Chilectra Generación por su parte, produce y transporta energía a los centros de consumo de la zona central del país, siendo su capacidad generadora equivalente al 20% de la capacidad del sistema interconectado en Chile.

Chilgener produce energía mediante centrales térmicas e hidráulicas y se encuentra dedicada a la construcción de una moderna central hidráulica que incrementará su potencia instalada en 160 Mw, elevándola en 28% con respecto a lo que hoy tiene, y duplicando su capacidad de generación hidráulica. Esta ampliación de la capacidad instalada permitirá a Chilgener abastecer la siempre creciente demanda por energía del país.

Hasta aquí quisiera llegar relatando cuál ha sido nuestra experiencia en conversión de deuda en Chile. Con respecto al futuro de nuestras operaciones, sin perjuicio de seguir buscando alternativas interesantes de inversión, las veo muy ligadas al tema de los dos expositores que seguirán a mi intervención. Me refiero a los Señores Robert Stebbins y Antonio Angotti.

FONDOS DE CONVERSION DE DEUDA : UNA ATRACTIVA ALTERNATIVA DE INVERSION EN CHILE

Expositor: Sr. Robert M. Stebbins (*)

Introducción

Mientras que muchos bancos se han concentrado en las conversiones deuda/capital relacionadas con proyectos específicos de inversión en Chile, los fondos de conversión de deuda ofrecen a estos mismos bancos atractivas oportunidades de inversión, las que poseen una sola dimensión. Quisiera, en esta oportunidad, delinear algunos elementos básicos de los fondos de conversión de deuda, y enfatizar las características que hacen de tales fondos una convincente alternativa de inversión en Chile.

Disposiciones Chilenas y el establecimiento de un fondo

El Anexo 2 del Capítulo XIX del Compendio de Normas de Cambios Internacionales del Banco Central de Chile, forma la base para el establecimiento de los fondos de conversión de deuda, más precisamente conocidos como "sociedades de inversión". Publicado el 17 de septiembre de 1987, el Anexo 2 permite la conversión de la deuda externa chilena en inversiones deuda/capital con el propósito de reducir aquella, estimulando al mismo tiempo la inversión accionaria en las empresas chilenas.

A pesar de que cada fondo de conversión debe obtener la aprobación específica del Banco Central de Chile, el concepto fundamental es similar para la mayoría de tales fondos de conversión de deudas. Un número limitado de instituciones financieras (no domiciliadas en Chile) que poseen instrumentos de deuda del Banco Central de Chile, son invitadas a suscribir acciones en una sociedad de inversiones, mediante la oferta de deuda chilena negociable de cada una de ellas. En cooperación con el Banco Central de Chile, la conversión tiene lugar a base de un descuento. Se emiten "documentos al portador", los que subsecuentemente pueden intercambiarse por documentos en Unidades de Fomento (U.F.), que son pagarés negociables ajustados por la inflación y pagaderos en pesos. Normalmente la inversión de un fondo en valores accionarios constituye un proceso gradual que tiene lugar a lo largo de varios años, y en el intertanto, el capital del fondo puede invertirse en obligaciones de corto plazo del Banco Central de Chile y de las instituciones financieras chilenas.

Objetivo Inversionista

Durante los primeros años de vida de un fondo de conversión de deuda, el

 $[\]begin{tabular}{ll} \begin{tabular}{ll} \beg$

objetivo principal radica en la identificación de oportunidades de inversión sólidas y calificadas en valores bursátiles inscritos en la Bolsa de Comercio de Santiago. En consecuencia, es esencial que el fondo de conversión de deuda mantenga un asesor de inversiones experimentado con la capacidad de analizar cuidadosamente las inversiones potenciales para asegurar que ellas se ajusten estrictamente al criterio inversionista del fondo. El objetivo inversionista de un fondo de conversión de deuda, si ha de ser exitoso a la larga, debe ser el buscar el aumento del capital al largo plazo, basándose en la muy racional hipótesis de que la economía chilena ofrece un futuro promisorio para un continuo crecimiento.

Atractivo de un Fondo de Conversión de Deuda en Chile

Los fondos de conversión de deuda ofrecen ciertamente un gran número de características propias a las instituciones financieras que busquen alternativas de inversión en Chile. Primero, la Bolsa de Comercio de Santiago ha tenido un desempeño impresionante durante el último tiempo, exhibiendo un retorno en dólares promedio anual del 30% durante los últimos tres años. Un fondo de conversión de deuda permite a los bancos inversionistas participar en este dinámico mercado accionario chileno. También, la Bolsa de Comercio de Santiago demostró su elasticidad durante la declinación de octubre de 1987, durante la cual su baja del 15% (medida por el IGPA) en el período del 2 al 20 de octubre, se compara favorablemente con la caída del Promedio Industrial Dow Jones de los Estados Unidos que alcanzó a más del 23% y con la declinación promedio de los mercados mundiales de más del 21% durante el mismo período.

El desempeño favorable exhibido por la Bolsa de Comercio de Santiago refleja el fuerte crecimiento de la economía chilena como un todo. Dicha economía creció en un 5,4% durante 1987 después de exhibir una tasa de crecimiento del 5,7% durante 1986. En el transcurso del presente año, se espera que el Producto Interno Bruto Chileno continúe creciendo a un ritmo del 5,0%.

Otra atractiva característica de los fondos de conversión de deuda radica en el beneficio de la diversificación que ellos ofrecen. Con el propósito de alcanzar sus objetivos de crecimiento del capital al largo plazo, un fondo debe desarrollar una cartera de inversión equilibrada que englobe varias de las industrias chilenas predominantes, abarcando desde la agricultura y pesca hasta la minería y manufacturas. Tal equilibrio sirve para proteger a un fondo, del riesgo pronunciado inherente a muchos proyectos de inversión cuyo éxito depende del precio de un producto básico único, como es el caso de las minas de oro o plata. Una cartera diversificada ayuda también a proteger a los inversionistas del impacto producido por las depresiones cíclicas que ocurren en un sector determinado o industria.

Los fondos de conversión de deuda ofrecen también a los bancos inversionistas la posibilidad de participar en la dinámica economía chilena como inversionistas de cartera pasivos, sin la necesidad de una presencia bancaria en Chile.

Security Pacific Merchant Bank

¿Por qué les hablo acerca de los fondos de conversión de deuda? Porque la or-

ganización Security Pacific estuvo entre los primeros grandes grupos bancarios internacionales que reconocieron y participaron en los crecientes negocios y retornos inherentes a los mercados de capital a nivel internacional.

Permítanme describir brevemente nuestra reciente historia. Las organizaciones bancarias estadounidenses, como la mayoría de ustedes sabe, han sido, tradicionalmente, prestamistas de clientes minoristas, negocios grandes y pequeños, y para unos pocos de nosotros, entidades gubernamentales y privadas alrededor del mundo. La competencia en el negocio de los préstamos es feroz, y a medida que las companías crecieron, optaron cada vez más por financiar su crecimiento abordando directamente la deuda pública y los mercados accionarios, soslayando los bancos como una fuente de fondos.

Vimos la oportunidad de ser parte del crecimiento en los mercados de capital internacionales, e implementamos una mayor diversificación en 1981 mediante la compra de Hoare Govett Ltd. en Londres, un corredor de bolsa y suscriptor de capital accionario minorista en el Reino Unido. Con su experiencia como base, hemos continuado desde entonces explorando y participando de las oportunidades de crecimiento del mercado de capitales a nivel mundial.

En el contexto de la crisis de la deuda, hemos buscado también oportunidades para contribuir en la solución de esta crisis de cualquier forma innovadora posible. Para tal propósito, fuimos el primer banco en copatrocinar un "fondo de conversión" exitoso conectado a un programa deuda/capital: el Fondo de Capital Accionario al Largo Plazo de Filipinas. Las reglas son diferentes en Filipinas en relación con Chile, pero existieron similitudes en concepto y oportunidad. Por ese motivo, decidimos copatrocinar un fondo de conversión en Chile, esta vez en conjunto con un grupo financiero internacional respetado e independiente, el Capital Group.

Estamos ahora en el proceso de comercialización de este nuevo fondo, la Corporación de Conversión de Deuda Chilena, con instituciones no chilenas que mantienen actualmente deuda chilena negociable. A pesar de los numerosos problemas contables y tributarios que deben analizar los suscriptores potenciales, nos vemos gratificados por la respuesta obtenida y confiamos en un cierre temprano de las suscripciones.

Enfatizo aquí los elementos de esta Corporación de Conversión, la que ha recibido, en principio, la aprobación final por parte del Banco Central de Chile. Security Pacific, como patrocinador, está comprometiendo hasta US\$10 millones de su cartera chilena de préstamos. Estamos convencidos de que esta inversión se recuperará o excederá nuestro retorno estimado sobre la inversión al cabo de 12 años, y más importante aún, nos permitirá a nosotros y a nuestros coinversionistas una diversificación apropiada a lo largo de varios sectores de la economía chilena.

Expositor: Antonio M. Angotti (*)

Me gustaría analizar el mercado de la comercialización de la deuda en la medida en que éste se relaciona con las conversiones deuda/capital. Creo que ésta es un área en la que todos debiéramos pensar, particularmente mientras estamos aquí analizando el éxito de la política económica chilena con respecto a los Capítulos XVIII y XIX.

Específicamente analizaré tres áreas: cómo trabaja el mercado; la mecánica subyacente del mercado que en realidad es el suministro de la demanda para el mismo y, el futuro de dicho mercado.

La breve historia de este mercado, parte de la cual ya fue mencionada aquí, comienza aproximadamente en 1983-84 con la aparición del mercado secundario para los activos de la deuda de los principales bancos en el mercado internacional. Este mercado se desarrolló como un mercado negociado. Esencialmente, esto significa que no existía en él un concepto de valor. Por ejemplo, la primera transacción en la que me vi involucrado en 1984 fue bastante simple: dos pequeños bancos regionales de los Estados Unidos estaban interesados en intercambiar una muy reducida cantidad de deuda. Dos millones de dólares de México contra un millón de dólares de Filipinas más un millón de dólares en efectivo, quisiera que pudiésemos negociar en ese tipo de estructuras actualmente, porque tal esquema resultaba extremadamente lucrativo para la institución que negociaba el valor de los instrumentos filipinos. Ellos recibían algo en valor; no solamente el activo, sino el efectivo mismo.

Lo que tenemos hoy es realmente un mercado doble. Por un lado, el activo ilíquido o no-circulante y por el otro, el activo líquido o circulante. El activo ilíquido corresponde realmente al de Perú, Bolivia, Honduras, Costa Rica, Jamaica y principalmente, a la mayoría de los países africanos. Luego tenemos los países principales o aquellos que yo considero como el activo líquido: Filipinas, México, Brasil, y hasta cierto punto Venezuela y Chile.

Ahora bien, ¿por qué representan estos últimos activos líquidos y los otros no? Es muy simple, es un asunto de la demanda del mercado. ¿Quién compra la deuda, por qué la compra y cuál es el uso de la misma al largo plazo? Creo que podemos decir aquí en Chile que la parte de la demanda del mercado corresponde sencillamente a los Capítulos XVIII y XIX. Las autoridades deben estar orgullosas de haber diseñado un sistema claro y bien definido, pero a la vez aconsejo a cada uno de ustedes aquí no conformarse solamente con estos logros. Debemos ser capaces de diseñar algo que sea incluso mejor, con el fin de hacer de Chile no sólo una imagen de lo mejor del mercado sino también que eso sea una realidad.

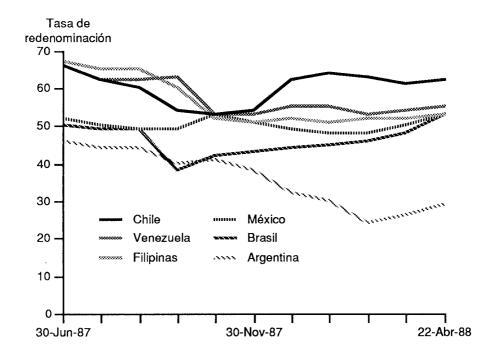
Creo que si observan a los varios países que comercian en el sector líquido, verán que en Filipinas, por ejemplo, se ha eliminado el programa de conversiones deu-

^(*) Vicepresidente de Security Pacific Merchant Bank

da/capital. Si nos vamos a México, veremos que allí no sucede nada desde el punto de vista de la demanda; han puesto esencialmente su programa en el limbo. En Venezue-la existe un creciente interés en las conversiones deuda/capital y, por lo tanto, el valor de los instrumentos o títulos de deuda ha aumentado, a pesar de no ser un interés bien definido. Por otro lado, en Brasil, la deuda ha emulado el sistema operativo chileno y existe bastante interés allí por el programa; subsecuentemente, el valor de los instrumentos de deuda se ha elevado considerablemente desde un bajo 37% hasta un actual porcentaje comercial del 53%. Tenemos también, por supuesto, a Chile, con valor comercial para sus instrumentos que alcanza el 60,5%.

¿Dónde y por qué Chile comercia por sobre el resto de los mercados, particularmente cuando se mira la economía chilena que tiende a no ser tan diversificada como la de Brasil o México, o quizás no tan cara como la de algunos de los otros países que he mencionado? Chile comercia, en general, a unos 5 puntos por sobre el promedio de los otros mercados. El gráfico adjunto muestra una convergencia de la crisis del mercado. Lo que quiero dar a entender por convergencia es que la mayor parte de los activos principales se comercializan actualmente a un nivel aproximado del 55%. En Brasil, nuevamente con el programa de conversión deuda/capital, el lado de la demanda del programa debe elevar el precio de los instrumentos hasta aproximadamente un 54%. En México, se comercializa casi a un 53%. Cuando digo que se comercializa, realmente quiero implicar un comercio, porque como muchos de ustedes lo hacen en el mercado activo, en cualquier día determinado pueden llamar a una serie de corredores en Nueva York, aún aquí en Chile, y determinar el precio de la deuda chilena dentro de un margen de 1 ó 1/2 punto, o incluso 1/4 de punto. Creo que tal procedimiento ilustra el hecho de que existe efectivamente alguna acritud comercial.

MERCADO DE LOS ACTIVOS LIQUIDOS



Para contestar la pregunta sobre dónde va el mercado en términos y en vista de la compresión de todos los activos alrededor del nivel del 55% -aunque nuevamente tenemos aquí un 60% para Chile- y para entender por qué Chile está arriba en un nivel superior a los países competidores, se debe entender realmente la dinámica de dicho mercado. Mucha gente me ha preguntado por qué el precio está a ese nivel y si continuará subiendo dado el hecho de que muchos de los bancos que han querido vender instrumentos en el mercado secundario ya lo han hecho. Los bancos europeos, en su mayoría, ya han vendido sus carteras y los bancos regionales norteamericanos han empezado a hacerlo; de modo que es posible que se encuentren bloqueados en una cierta porción de la prominente deuda externa que está en manos de los bancos que envían dinero al país. En consecuencia, es lógico suponer que el precio de los instrumentos debería aumentar en la medida que se vuelve cada vez más difícil el generar esos instrumentos de deuda en el mercado secundario. Pero en alguna parte existe un techo artificial para el precio de los instrumentos chilenos, desde mi punto de vista, porque los bancos, como el Security Pacific y otras instituciones, se están volviendo bastante sofisticados en la forma en que administran sus carteras de inversión. Es así como creo que hoy o mañana el precio de la deuda chilena se elevará a un 65%, y si mientras tanto el resto de los activos se transa a un 55%, inmediatamente efectuaré un swap de mi cartera chilena con instrumentos brasileños o mexicanos sacando ventaja del arbitraje (*). De modo que tan pronto como se llegue a un punto en que se produzca una ganga en la mente de los administradores de cartera de inversiones -y creo que todos observamos ahora nuestras posiciones como administradores de cartera lo que constituye otro cambio radical en este mercado- sacaremos ventaja de las oportunidades de salir de ciertos activos. Por eso, prevengo a las autoridades aquí en Chile para que reexaminen los Capítulos XVIII y XIX.

Existe la idea de que el Capítulo XIX, al cual mis colegas ya han hecho mención, es un proceso bastante fluido. Sin embargo, es cierto que toma una cantidad increíble de tiempo para que las cosas se lleven a cabo. De hecho, debemos estar agradecidos que las transacciones al final sí se lleven a cabo, pero el punto es que cuando se busca la inversión extranjera -y creo que Chile la debe buscar preferentemente en el largo plazo y que debe utilizar la deuda mientras tiene la oportunidad de hacerlo- no se debe visualizar a Chile como habitando en un vacío. La gente desea invertir cerca de sus hogares. Personalmente, tal vez, prefiera invertir en México o en Brasil, de modo que necesito incentivos para venir a Chile. Creo que el programa, tal como existe actualmente, motiva en cierta medida a la gente para que invierta en Chile, pero el punto está en que el proceso debe ser aún más claro y mucho más simple, con un énfasis en un proceso más rápido para las transacciones bajo el Capítulo XIX. De hecho, esto determinará finalmente cuál será el precio de los instrumentos dentro de los próximos años o en tres o seis meses.

^(*) Compra de instrumentos en un mercado para venderlos a un precio superior en otro mercado.

VIII. PARTICIPACION BANCARIA DIRECTA EN EL DESARROLLO DE PROYECTOS

Expositor: Sr. Jacques de la Chauviniere (*)

Introducción

En el transcurso de mi exposición, quisiera retroceder un poco en el tiempo para repasar algunos de los procesos económicos subyacentes que dieron origen a esta última creación de la sagacidad financiera, la que se ha vinculado a las compañías desde entonces: los swaps deuda/capital. Enseguida, delinearé algunos de mis pensamientos sobre las implicaciones de este mecanismo y, finalmente, describiré el rol del Bank of America en este mercado, conjuntamente con lo que percibimos como ventajas competitivas en el área.

Factores Económicos que han impulsado el desarrollo de los swaps deuda / capital

El pensamiento económico tradicional y la sabiduría convencional, si se quiere, sostienen que las retribuciones potenciales para los acreedores, en un proyecto, deben ser menores a aquellas que reciben los accionistas. Esto es, porque las demandas de los acreedores sobre el activo de una compañía son mayores a las de los poseedores del capital accionario; por lo tanto, están expuestos a menores riesgos. En la práctica, este concepto se refleja en el hecho de que los bancos generalmente han prestado dinero a sus clientes, con spreads que no dependen del grado de éxito de un proyecto, de modo que los beneficios de cualquier tipo de utilidades inesperadas crecen exclusivamente para los accionistas.

En forma inversa, si las cosas no van muy bien, los acreedores han tendido siempre a salir mejor parados que los accionistas. Sin embargo, como ha sido el caso de una gran cantidad de otros principios no puestos en duda anteriormente, la última década

^(*) Director Multinacional de la Corporación Financiera, Bank of America NT & SA.

ha visto la caída de un conjunto de reglas mucho más dinámicas y complejas que relacionan el riesgo y la recompensa para los acreedores y poseedores del capital accionario. Esto ha sido particularmente cierto, por supuesto, en las operaciones bancarias internacionales; un área en la cual pueden resultar apropiados algunos antecedentes.

Si recordamos los tormentosos años 70, los bancos comenzaron a reciclar petrodólares y a efectuar millonarios préstamos a los gobiernos de los países del mundo en desarrollo, ansiosos de dinero efectivo, seguros del así llamado "conocimiento" de que los gobiernos, en ese entonces, simplemente no caerían en el incumplimiento de sus obligaciones. Sin embargo, la historia ha enseñado, desde tiempos tan lejanos como el de la era renacentista, que algunos países en desarrollo, tales como la Corona Inglesa en su tiempo, cayeron de hecho en incumplimiento de sus obligaciones y llevaron a sus bancos (venecianos, en el caso de nuestros amigos ingleses), al borde del desastre, prueba efectiva, supongo, de que el hombre es el único animal que tropieza dos veces con la misma piedra.

Ya en 1982, los banqueros modernos habían aprendido la lección que sus colegas italianos conocieron y previeron unos cuantos cientos de años atrás. Algunos gobiernos, de hecho, caen en el incumplimiento de sus obligaciones y, lo que es infinitamente peor, en términos prácticos, es que muy poco se puede hacer cuando esto sucede. Sin embargo, el mundo económico de los años 80 exhibe una diferencia crucial con aquél de la Europa Renacentista: ha llegado a ser económicamente interdependiente.

Esto no sólo significa que un país como los Estados Unidos de América no puede esperar sanear en forma realista sus déficits de balanza de pagos por medio de cuotas y aranceles, sino implica también que (a menos que esté dispuesto a pagar un costo social y político inmenso), un país en desarrollo no puede declarar una moratoria indefinida de sus obligaciones a corto plazo. Como resultado de la comprensión de esto, por parte de todos aquéllos involucrados en el problema de la deuda, los bancos comerciales, desde la crisis mexicana de 1982, han participado en una serie de complejas y lentas reprogramaciones. A pesar de todos los esfuerzos, este proceso ha resultado ser extremadamente costoso para los bancos. Se redujeron los plazos de los préstamos, los vencimientos han sido programados, y muy a menudo se ha debido inyectar dinero fresco. La experiencia general con el mecanismo de la reprogramación fue tal, que se hizo obvia la necesidad de encontrar soluciones alternativas.

A partir de los cientos de ideas examinadas por miles de funcionarios gubernamentales, banqueros y fiscalizadores, buscando desesperadamente alguna solución para lo que a menudo parece un problema inmanejable, solamente han demostrado su mérito dos soluciones prácticas: El plan Baker, que parece haber tenido hasta el momento algunas posibilidades de éxito bajo aplicaciones especiales, y los swaps deuda/capital: estos últimos, en Chile especialmente, han demostrado ser efectivos no sólo en el manejo del problema de la deuda, sino también y en forma importante, como contribuyentes activos en el proceso de desarrollo económico del país.

Los bancos, en su frenética búsqueda de soluciones, han llegado a la conclusión de que a menudo (y contrariamente a lo que dicen teorías anteriores) las posiciones de capital en proyectos bien elegidos podrían implicar un menor nivel de riesgo total y, ciertamente, una mayor flexibilidad y control de sus propios destinos

que lo que les sucede con sus posiciones como acreedores de los países en desarrollo, donde en la mayoría de los casos, los bancos trabajan con estructuras de complejos comités, y están expuestos a todo tipo de variables que afectan a las economías internacionales.

La conclusión general parece indicar que los swaps deuda/capital nacieron como resultado de un pensamiento pragmático, salpicado ocasionalmente con una cierta dosis de desesperación, de parte de los banqueros, funcionarios gubernamentales y fiscalizadores. Esto es algo que volveremos a analizar posteriormente.

Si aceptamos lo anterior, sería prudente indagar en los objetivos principales de los bancos que pretenden realizar swaps deuda / capital. Esta, después de todo, podría ser la única forma de explicar su comportamiento en el mercado. Las generalizaciones de este tipo están siempre sujetas a críticas; sin embargo, me atreveré a delinear los siguientes objetivos bancarios:

- Primero: incentivar la liquidez, sustituyendo una parte de su exposición de largo plazo con los gobiernos, por activos de mediano plazo con un mejor potencial para repatriar capital.
- Segundo: mejorar el retorno.
- Tercero: en algunas instancias, las inversiones servirán como soluciones viables y como mecanismos de recuperación.
- Finalmente, ampliar el perfil de la cartera de inversiones. Los accionistas y analistas prefieren ver el riesgo diversificado, aun si la reducción de su nivel absoluto no puede lograrse en forma inmediata; lo que es simplemente otra forma de decir que nos gustaría distribuir nuestros huevos en una gran cantidad de canastas aun si todos poseen la misma calidad.

Implicancias de los swaps deuda / capital

Habiendo hablado ya acerca de las razones que dieron origen a los swaps deuda/capital, y después de llegar a ciertas conclusiones con respecto a los objetivos bancarios al participar en el proceso, surge la pregunta sobre quienes son los ganadores y perdedores en este reciente juego financiero.

Al respecto, podemos aventurar que todos los participantes en el juego son tanto ganadores como perdedores. Su voluntad de participar en el proceso se ve determinada por la evaluación del balance final de ambas instancias.

Las corporaciones encuentran en los swaps deuda/capital un mecanismo para incrementar el retorno potencial sobre la inversión hasta el punto en donde el riesgo de invertir en un país en desarrollo, opuesto al riesgo de hacerlo en un país desarrollado, alcanza a ser aceptable. Por supuesto, como todas las cosas tienen su costo, las compañías han debido aceptar las restricciones sobre los dividendos y los derechos a remesar capitales, los que cada vez con mayor frecuencia han venido efectuando no solamente las inyecciones de capital a base de los swaps, sino también varios tipos de

inversiones ya conocidas. Para el país involucrado, los swaps deuda/capital implican oportunidades y desafíos, no solamente en el frente económico, sino también -y esto es un elemento que lo diferencia de los otros participantes en el proceso- en el aspecto político.

Desde el punto de vista económico del país, los swaps deuda/capital se han convertido, en los términos más prácticos, en el dinero fresco de los años 80. Y lo que es más, uno puede referirse perfectamente bien a este dinero como siendo de una naturaleza voluntaria. Sin embargo, como es el caso de todas las operaciones financieras, nos enfrentamos con un recurso limitado: el monto de los swaps deuda/capital que los bancos desean y están dispuestos a realizar es limitado. A este respecto, habla muy bien que un país como Chile, se las haya arreglado para usar el mecanismo a fin de disminuir significativamente la carga de su deuda; mientras que otros pierden su tiempo discutiendo los méritos relativos del concepto. Esta es una carrera que indudablemente ganará el más apto. Por supuesto, y contrariamente a lo que sucedió en la última década, esta vez gran parte de los fondos ha ido al sector privado. Sin embargo, a la luz de los antecedentes de la mayoría de los gobiernos en el manejo de sus finanzas, siendo Chile nuevamente aquí una notable excepción al respecto, probablemente, esta no sea una mala idea. Adviertan que desde el punto de vista del movimiento de dinero efectivo del país, las características financieras de este dinero fresco son más favorables que aquéllas de los préstamos efectuados por cualquiera de los modernos bancos comerciales.

En Chile, la remesa de dividendos está restringida por períodos de hasta cinco años, lo que es equivalente a un préstamo con un período de cinco años de gracia sobre los intereses del capital. La remesa de capitales se permite sólo después de diez años, lo que puede compararse a una amortización de un préstamo que se efectúa diez años después del desembolso. Además, por supuesto, cada inversión es acompañada por la correspondiente reducción de la deuda externa de la nación.

Al final, queda muy claro que a no ser por el mecanismo de los swaps deuda / capital, ninguna de las inversiones bancarias directas que han tenido lugar en Chile durante los últimos 24 meses podría haberse materializado. Tampoco debe subestimarse el hecho de que los swaps deuda/capital han permitido a Chile obtener dinero fresco del sector financiero internacional. Es ahora una realidad aceptada, que muchas de las inversiones que han sido realizadas por compañías durante los últimos dos años, no hubiesen sido posibles a no ser por la existencia de este mecanismo.

El beneficio de la mayor inversión extranjera en el país debería ser evidente, para todo aquel que adhiere a la teoría económica tal como se enseña y practica en el mundo libre, de modo que no entraré en detalles al respecto. Sin embargo, siendo el mundo como es, los gobiernos patrocinadores deberán enfrentar las implicaciones políticas del establecimiento de un programa de swaps deuda/capital, pues, probablemente aparecerá la crítica interna por parte de entidades o individuos cuyas mentes se quedaron atascadas en el fango de algunas de las ideas de los años 60. Para aquellos de ustedes que no estuvieron presentes en ese entonces, o que sí estuvieron, pero dedicaban su tiempo a perseguir metas más terrenales, les debo recordar que las escuelas del pensamiento económico durante esos días predicaban una forma de nacionalismo económico, que incentivaba el apoyo ciego a la sustitución de las importaciones, protegía las industrias locales ineficientes, promovía el uso de la

deuda externa y no la inversión extranjera para equilibrar las cuentas corrientes y hacía que el estado asumiese el rol de empresario. Con ello, se crearon las condiciones para gran parte del caos, pobreza e intranquilidad social que actualmente se experimenta en el mundo en desarrollo.

Aquí, nuevamente la historia muestra que los países que actualmente gozan de la calidad de desarrollados contaron en etapas tempranas de su expansión económica con inversión extranjera de un tipo u otro. A partir de estos comentarios, debe resultar evidente que para tener éxito al implementar un programa de swaps deuda/capital, un país debe tener su casa en orden; en caso contrario, las implicancias de dicho programa en los frentes político y económico se vuelven contraproducentes.

Volviendo nuevamente a los bancos, las implicaciones comerciales de los swaps deuda/capital en la medida que permiten alcanzar los objetivos mencionados anteriormente, representan un factor positivo. El otro lado de la moneda, sin embargo, está representado por el factor corrientemente olvidado que los bancos, en la posición de inversionistas que usan este mecanismo, deben aceptar la pérdida inicial, al castigar el valor de sus instrumentos de acuerdo con los valores de mercado de la inversión. Esto debe inducir a pensar a aquellos que declaran que los programas de swaps deuda / capital representan un subsidio por parte del país a los bancos, siendo que en realidad posiblemente ocurra lo mismo pero en sentido contrario.

Existen, asimismo, otras importantes implicancias organizacionales para los bancos en el mecanismo de los swaps deuda/capital; esta vez por el simple hecho de que a menos que se garantice el retorno y la salida final, los préstamos serán muy diferentes a las inversiones. Los bancos que han deseado convertirse en participantes importantes del mercado de los swaps deuda/capital, han debido implementar cambios organizacionales para enfrentar lo que constituye esencialmente un area comercial totalmente nueva. En muchos países -siendo Chile nuevamente aquí la notable excepción en muchos aspectos-, se ha vuelto necesario el aprender a analizar y a vivir con las nuevas realidades en las áreas de impuestos, hiperinflación, controles de precios, subsidios, nacionalización, intervención etc.

La complejidad de este bravío mundo nuevo es tal, que su análisis requiere de la contribución de muchos analistas muy familiarizados con un gran número de áreas nuevas para el negocio bancario tradicional. Esto significa que solamente los bancos que cuenten con economías de escala a su favor, pueden esperar ser los principales participantes en ese mercado.

Orientaciones del mercado y rol del Bank of America

El Bank of America, debido a la naturaleza de su tamaño, a su experiencia y a su extensiva cobertura geográfica, es un participante natural en el emergente mercado para la deuda de los países en desarrollo. Hemos creado la Unidad Financiera Corporativa Multinacional para evaluar y coordinar la conversión de deuda y las transacciones de ventas de activos en los países en desarrollo, tanto para el mismo banco, como para los clientes de nuestra entidad, actuando como asesores.

El propósito del banco al crear esta organización fue el de ajustarse a los obje-

tivos mencionados con anterioridad, esto es, mejorar el valor de largo plazo de su cartera de deuda externa mediante conversiones adicionales y asistir a nuestros clientes lo que nos reporta mayores ingresos por asesorías en los procesos de conversión de deuda.

No fue por mera casualidad la selección del término "emergente" al discutir el mercado de la deuda de los países en desarrollo. Este es un mercado aún poco claro e imperfecto, en donde incluso las menores perturbaciones pueden producir un impacto enorme en el precio y en la liquidez. En tal escenario es fácil observar cómo esta situación puede constituir una ayuda sustancial para aquellos que desean participar. Sin embargo, el mercado está creciendo y a pesar de no haber alcanzado aún su madurez física o intelectual, sin lugar a dudas, ha dado ya sus primeros pasos de importancia.

He aquí algunas de las principales tendencias que nosotros vemos en este desarrollo:

- Primero, creemos que en su momento, sólo unos ocho bancos comerciales principales, dos o tres bancos regionales importantes y dos de las principales entidades bancarias inversionistas tendrán éxito en dicho mercado. Es muy importante que los probables inversionistas que buscan un socio elijan una institución cuya seriedad garantice su sobrevivencia en el emergente mercado de deuda de los países en desarrollo.
- Segundo, los creadores del mercado tendrán que garantizar la entrega del producto en una amplia gama de países. Constituye una realidad que las buenas oportunidades de inversión son escasas y, en su búsqueda, hay que estar preparados para emplearlas donde quiera que surjan. Nuevamente esto involucra la necesidad de presuntos inversionistas que permitan asegurar la vinculación de un banco con una amplia red internacional. En el caso del Bank of America, tenemos unidades en un gran número de países, integradas en una red eficiente que permite el uso de los más modernos equipos de telecomunicación. Estas son características que muchos competidores no pueden equiparar.
- Tercero, es probable que emerjan fondos de inversión de diversos tamaños y con propósitos especializados, los cuales con seguridad tendrán un profundo y positivo impacto en los mercados de capital de los países patrocinantes.
- Cuarto, el comercio de la deuda en calidad de broker probablemente se convertirá en una actividad progresivamente más sofisticada en manos de algunos pocos participantes importantes. Aquí, nuevamente el tamaño y la cobertura geográfica, determinará la composición de las entidades sobrevivientes.
- Finalmente, y de suma importancia para un país como Chile, anticipamos la reaparición y el aumento de las sindicaciones como un medio útil para llevar a los bancos menos expuestos, y a aquellos sin presencia física en un país determinado, dentro del mercado. La sindicación de las transacciones deuda/capital, aunque no siempre es fácil, es el vehículo principal mediante el cual la mayoría de los bancos se involucrarán con las inversiones deuda/capital en los países en desarrollo, y tal como en el caso de los préstamos, la manera más efectiva de lograr estas sindicaciones será a través de la designación de un banco principal como agente.

Los probables inversionistas deben considerar el hecho de que existen pocas instituciones financieras que pueden asumir exitosamente el rol simultáneo de bancos comerciales y patrocinadores corporativos de un proyecto. Para cumplir exitosamente su papel, el banco agente debe tener, en primer lugar, una poderosa red internacional, que le permita identificar y resolver respecto de las oportunidades de inversión como asimismo tener presencia local, fuentes de información, reputación y participación en el mercado para permitirle asegurar que la inversión pasará exitosamente las diferentes etapas de negociación y concreción. Luego deberá poseer la capacidad financiera corporativa adecuada, la que incluye la habilidad para evaluar y aconsejar la factibilidad técnica de un proyecto, como también para determinar su estructura financiera óptima. Enseguida, deberá dedicar gran atención a las transacciones deuda/capital como un mecanismo viable para lograr algún grado de reestructuración de cartera y un deseo de involucrarse en estas transacciones por su propia cuenta. Finalmente, deberá disponer de una cartera suficientemente grande como para poder participar en los proyectos más importantes.

Nosotros cumplimos con estos requisitos. Por ese motivo, tenemos la intención de permanecer en el negocio durante todo el desarrollo del mismo. En Chile, tenemos una organización bancaria de servicio completo, diseñada para abordar toda la gama de necesidades financieras de nuestros clientes, no sólo como socios capitalistas potenciales, sino también como proveedores de servicios directamente relacionados con la implementación de los swaps deuda/capital.

¿Cuál es el interés específico de los bancos en las transacciones deuda/capital? Yo les entregaré nuestras opiniones al respecto, las que creo reflejan el pensamiento de una gran mayoría de las principales instituciones financieras de los Estados Unidos.

Primero, la inversión debe ser de una naturaleza temporal. A pesar de los cambios recientes en las regulaciones, la mayoría de los bancos aún quieren seguir siendo bancos, y como tales, considerar los swaps deuda/capital como un negocio al que se puede entrar, pero del cual uno eventualmente pudiera salirse, por supuesto, con una cierta utilidad. Segundo, los socios deben ser financieramente fuertes, con experiencia y "know how" en la administración de sus negocios en los mercados locales. Tercero, queremos ser accionistas minoristas, pero con la suficiente influencia en las decisiones que afectan las políticas direccionales de la compañía en los asuntos críticos relacionados con la inversión.

Con lo expuesto, creo haberles provisto de más de algún conocimiento útil con respecto a los swaps deuda/capital, especialmente con respecto a la forma en que los mismos se están desarrollando.

IX. TECNICAS DE PROTECCION DEL RIESGO CAMBIARIO EN CHILE

Expositor: Sr. Karl Kluever (*)

Con todo y lo atractivo que a veces resultan las inversiones extranjeras en Chile, éstas requieren de la protección adecuada del capital y de los futuros flujos de caja contra los efectos de posibles variaciones en la paridad cambiaria. Es ésta una de las más importantes funciones de las personas a cargo de la gerencia financiera de una empresa. Lo anterior es válido tanto para las inversiones basadas en el Capítulo XIX como para aquellas efectuadas al amparo del Decreto Ley N° 600.

El riesgo de que el valor de una inversión se vea afectado como consecuencia de movimientos en los tipos de cambio se denomina Exposición Cambiaria ("Foreign Exchange Exposure") de la cual existen varios tipos o definiciones. Exposición Cambiaria Contable, por ejemplo, mide el efecto de variaciones en las paridades cambiarias sobre el capital de una compañía. Las siempre acaloradas, y con frecuencia, desesperadas discusiones del riesgo cambiario que se dan entre empresarios y banqueros generalmente se refieren a esta definición.

La Exposición Cambiaria Económica, por otro lado, refleja el efecto de las variaciones de las paridades cambiarias sobre el valor de mercado de una empresa. Este efecto se da fundamentalmente como resultado del cambio en el valor presente de los flujos que se espera genere la firma después de haber sido afectada por una devaluación o revaluación.

En la práctica, el valor de mercado de una empresa aparenta a veces tener poca relación con cambios en la paridad cambiaria. La explicación parece radicar en que el valor económico de una empresa depende tanto de las expectativas en cuanto a los futuros flujos de caja, como también de la paridad cambiaria que se desea impere al momento de generarse los mismos. Por ejemplo, la conversión de inventario en ventas

^(*) Bank of America N.T. & S.A.

locales inmediatamente después de una devaluación se traducirá en un monto reducido de moneda dura. Sin embargo, el efecto inflacionario que generalmente acompaña a estas medidas tenderá a compensar su efecto en el tiempo.

Es un hecho plenamente aceptado que el riesgo cambiario ha venido a agregar una importantísima dimensión a la problemática del manejo financiero en general. Una vez tomada la decisión de invertir en el extranjero, el ejecutivo de finanzas debe decidir entre aceptar el riesgo cambiario o protegerse contra el mismo. En este sentido, la experiencia en Chile durante los últimos años ha sido tal, que la necesidad de proteger los activos líquidos involucrados en casi todas las conversiones de deuda a capital parece imponerse como una necesidad básica.

El riesgo cambiario se puede neutralizar ("Hedge") estructurando los activos y pasivos de una empresa para que éstos reflejen fielmente los flujos de moneda extranjera que generará la inversión. En teoría, la utilización de este sistema permitirá que las pérdidas cambiarias sufridas por los activos sean perfectamente compensadas por las ganancias por parte de los pasivos. En la práctica, sin embargo, la cosa no es tan sencilla ni tan barata, sobre todo una vez que aceptamos que el manejo del riesgo cambiario no incorpora solamente la neutralización del riesgo en sí, sino debe además, tomar en cuenta los costos financieros incurridos en el proceso.

En general, al hablar de la eliminación del riesgo cambiario nos referimos a la eliminación de la Exposición Cambiaria Contable la cual, de nuevo, es la que más parece preocupar a los ejecutivos de las finanzas. Estos esforzados individuos buscan balancear los costos de la protección cambiaria, el posible efecto de cambios de paridad sobre el valor de la compañía y el deseo de riesgo de cada organización.

En muchas situaciones, lo anterior es tarea tan difícil que los que tienen éxito pasan inmediatamente a la categoría de superhombres, a pesar de ser por todos conocido que, si el número de variables tomadas en consideración al formular una estrategia aumenta demasiado, lo que más se necesita es "supersuerte".

Existen dos tipos básicos de estrategia cambiaria: La primera, perfectamente válida y a veces exitosa, es la de no hacer nada. La segunda, lógicamente, consiste en tomar algún tipo de medidas de protección cambiaria, al percibirse que el costo de las mismas, dadas las condiciones del mercado, es inferior que las pérdidas que se espera evitar o las utilidades que se confía realizar.

El primer paso en el proceso de una definición de estrategia cambiaria es la medición de la exposición cambiaria existente en la firma y el costo de permanecer sin protección. Dada la mecánica de los procesos de conversión de deuda a capital, este análisis generalmente llevará a la conclusión de que el costo de la falta de protección puede llegar a ser muy alto.

La pérdida o ganancia esperada como consecuencia de permanecer al descubierto es igual al monto de exposición cambiaria multiplicado por la variación cambiaria esperada.

En mercados financieros eficientes, los precios de los contratos futuros, así como los niveles relativos de inflación y de interés han sido en general, buenos indi-

cadores a corto plazo, por lo menos, de los tipos de cambio futuros.

Existe, sin embargo, otro elemento de suma importancia en la conducta de los tipos de cambio: la determinación de los distintos bancos centrales de mantener una cierta estructura cambiaria. En aquellos mercados en que la influencia de la banca central es significativa, los indicadores económicos de por sí tienden a ser menos confiables como instrumentos de predicción. Lo mismo se da en el caso de monedas que no son transadas activamente a nivel internacional. Este es el caso de casi todos los mercados de los países en desarrollo donde se están implementando programas de conversión de deuda a capital. Esto, a su vez, implica la existencia de un nivel latente y constante de riesgo cambiario.

Se deben entonces comparar las pérdidas o ganancias cambiarias esperadas, con el costo de adquirir la protección. A base de ello y de la actitud de la gerencia frente al riesgo, podrá la empresa determinar, de una manera racional, la conveniencia de proteger la totalidad o parte de su exposición cambiaria.

Si se espera que la relación entre los costos de la protección cambiaria y las probables pérdidas o ganancias en este campo cambien con el tiempo, será de esperar que la gerencia adopte una política basada en un examen periódico de su posición.

Al referirnos a Chile en particular, las condiciones económicas dadas y los cambios en las percepciones en cuanto a las tendencias cambiarias, así como las metas de muchos inversionistas, han traído como consecuencia el surgimiento de un mercado de Contratos Futuros para transacciones peso-dólar cada día más activo. Este desarrollo surgió como resultado de la necesidad de crear un instrumento que permitiera a los ejecutivos de finanzas a cargo de inversiones, tanto locales como extranjeras, poder fijar el precio, en pesos, de sus compras o ventas de la moneda norteamericana, reduciendo así el riesgo de devaluación o abriendo la posibilidad de un mejor retorno de sus ingresos futuros en dólares.

El Banco Central de Chile jugó un importante papel en el desarrollo de este producto. También lo hizo Bank of America, primera institución en Chile que utilizó las nuevas regulaciones en forma amplia y general y que continúa siendo líder en este mercado, mejorando y perfeccionando los productos, a fin de satisfacer las necesidades precisas de sus clientes.

Lo anterior no implica que no existieran ni existan otros instrumentos por medio de los cuales los inversionistas puedan implementar su estrategia de protección cambiaria. Empero, estos mecanismos son, en general, y dentro del contexto de una política cambiaria óptima, ineficientes o, peor aún, excesivamente costosos. Si me lo permiten, voy a describir estos mecanismos en forma muy breve, teniendo en mente principalmente a nuestros invitados extranieros.

Los productos en cuestión son:

1. Papeles de inversión emitidos por el Banco Central de Chile, denominados en dólares y con un rendimiento basado en la tasa LIBOR más un margen.

DEPOSITO 1460

FORMULA

USD ACUERDO x (1 + VAR. % ACUERDO)

x(1 + (i + SPREAD))

VALOR USD ACUERDO AL 29/03/88

244,58

VARIACION ACUERDO ESTIMADA (30 DIAS)

0,8%

TASA DE INTERES ANUAL

LIBOR + 0.875

DEPOSITO (30 DIAS)

FORMULA

USD ACUERDO x (1 + VAR. % ACUERDO)

x (1 + (LIBOR + 0.875%)

VALOR

 $244,58 \times 1,008 \times 1,00661 = 248,17$

GANANCIA (CH\$ POR USD)

248.17 - 244.58 = 3.59

RENTABILIDAD

1,47%

IPC#1 IPC#2 : 0.40% :1,70% INFLACION INTERNACIONAL: 5,00%

LIBOR

: 7,06%

IPC 30 DIAS PONDERADO: 1,22%

2. Swaps de pesos contra dólares con el Banco Central de Chile. En estas operaciones, el inversionista vende dólares al Banco Central al cambio oficial y recibe pesos, los cuales pueden invertirse en el mercado local. Simultáneamente, entra en un contrato para recomprar esos dólares en el futuro, a un precio determinado por el movimiento relativo de la inflación local y la denominada "inflación internacional".

SWAPS

FORMULA

USD ACUERDO x (1 + VAR. % ACUERDO)

VALOR USD ACUERDO AL 29/03/88

244,58

VARIACION ACUERDO

0.8%

ESTIMADA (30 DIAS)

VALOR SWAP

 $244.58 \times 1.008 = 246.54$

TASA DE INTERES ANUAL

UF + 4.20%

DEPOSITO (30 DIAS)

FORMULA VALOR

USD ACUERDO x (1 + UF) x (1 + i) $244,58 \times 1,01577 = 248,44$

GANANCIA (CH\$ POR USD)

248,44 - 246,54 = 1,90

RENTABILIDAD

0.76%

IPC # 1:0.40% IPC # 2:1,70%

IPC 30 DIAS PONDERADO

: 1,22%

INFLACION INTERNACIONAL : 5,00%

3. Depósitos en dólares con Bank of America o cualquier otro banco de la plaza, cuyo rendimiento también está basado en la tasa LIBOR.

DEPOSITO BANK OF AMERICA			
FORMULA	USD ACUERDO x (1 + VAR. % ACUERDO) x (1 + i)		
VALOR USD ACUERDO AL 29/03/88	244,58		
VARIACION ACUERDO ESTIMADA (30 DIAS)	0,8%		
TASA DE INTERES ANUAL	9,00%		
DEPOSITO (30 DIAS) FORMULA VALOR	USD ACUERDO x (1 + VAR. % ACUERDO) x (1 + i) 244,58 x 1,008 x 1,0075 = 248,39		
GANANCIA (CH\$ POR USD)	248,39 - 244,58 = 3,81		
RENTABILIDAD	1,56%		
IPC # 1 : 0,40% IPC # 2 : 1,70%	IPC 30 DIAS PONDERADO : 1,22% INFLACION INTERNACIONAL : 5,00%		

4. Depósitos con reajustabilidad dólar (RUS), los cuales son saldos en pesos indexados al cambio dólar-peso, y cuyo rendimiento es determinado por el mercado local.

ACUERDO 1446				
FORMULA	USD OBSERVADO x (1 + VAR. % OBSERVADO) x (1 + i)			
VALOR USD OBSERVADO AL 29/03/8	244,58			
VARIACION OBSERVADO ESTIMADA (30 DIAS)	0,8%			
TASA DE INTERES ANUAL	3,00%			
DEPOSITO (30 DIAS) FORMULA VALOR	USD OBSERVADO x (1 + VAR. % OBSERVADO) x (1 + i) 244,58 x 1,008 x 1,0025 = 247,15			
GANANCIA (CH\$ POR USD)	247,15 - 244,58 = 2,57			
*RENTABILIDAD	1,05%			
IPC # 1 : 0,40% IPC # 2 : 1,70%	IPC 30 DIAS PONDERADO : 1,22% INFLACION INTERNACIONAL : 5,00%			

^{*} Rentabilidad puede variar hasta +/-6%

Aunque todos estos métodos tradicionales, por así llamarlos, ofrecen protección contra posibles devaluaciones, solamente las inversiones en instrumentos denominados en dólares y los depósitos dólar en el sistema bancario garantizan la preservación del poder de compra de los fondos expresados en dicha moneda. En el caso de los swaps y los depósitos indexados al dólar, éstos se encuentran sujetos al cambio oficial y a la demanda interbancaria, como ya se dijo.

En general, todos estos medios de protección cambiaria involucran operaciones con una estructura similar a la siguiente:

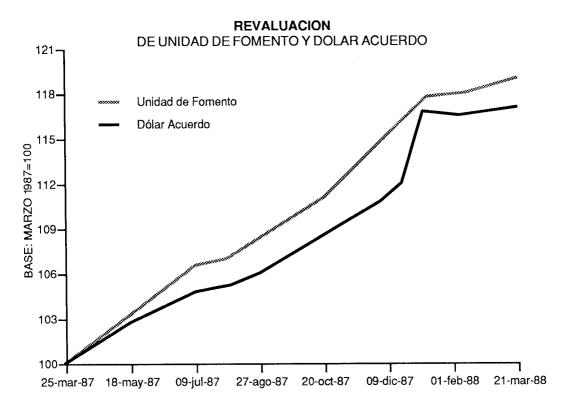
- 1. Una empresa que ha decidido proteger su riesgo cambiario en el país.
- 2. Una empresa que cuenta con la suficiente liquidez, ya sea de recursos propios o financiados, para poder comprar uno de los instrumentos aludidos.
- 3. Una necesidad de protección cambiaria de no menos de 30 ni más de 360 días.
- 4 Una empresa indiferente a sufrir en su balance contable el impacto que acompaña la incorporación de un instrumento de protección.

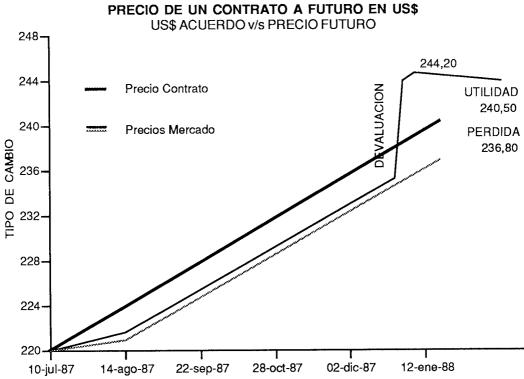
La principal desventaja conceptual de los métodos tradicionales estriba en la dificultad práctica que presenta, al tratar de asegurar un tipo de cambio para una fecha en el futuro y así proteger flujos de caja que aún no se realizan. Esta, además de su costo, es la principal ventaja de los Contratos Futuros, particularmente en lo concerniente a inversión a través de conversión de deuda a capital en proceso de perfeccionarse.

De acuerdo al concepto en el cual se basa la regulación chilena que rige los Contratos Futuros ("Forward Contracts"), éstos tienen como propósito fundamental el preservar el poder de compra expresado en dólares, de un comprador o vendedor de esta moneda. Esto se logra, al vencimiento del contrato, compensando las diferencias que existan entre el precio de compra o venta especificado en el contrato, y las tasas de mercado de ese día. La compensación se efectúa en pesos. No se produce en ningún momento la entrega física de dólares.

A modo de ejemplo, consideremos la siguiente transacción:

Asúmase una compañía X, quien proyecta generar \$ 1.000.000 en 180 días, y a quien le interesa fijar un tipo de cambio para asegurar su capacidad de adquirir inventarios importados con el producto de la venta. Compra entonces la compañía un Contrato Futuro a un precio de, digamos, \$ 240,50 por dólar, lo cual convertiría su millón de pesos en US\$ 4.158. Asumamos que en 180 días el cambio en el mercado es de \$ 244,20 por dólar. El Contrato Futuro le proporcionará a nuestro amigo \$ 15.383,60, lo que cubrirá la diferencia entre el precio contratado y la tasa de mercado el día del vencimiento del contrato. Nótese con atención que en ningún momento se transan dólares y que la compañía pudo haber comprado el contrato puramente por razones especulativas. En todo caso, la compañía recibirá los \$ 15.383,60. Por supuesto que si la tasa de mercado se hubiera movido en otra dirección, la compañía habría tenido que pagar la diferencia. He aquí la razón por la cual los Contratos Futuros implican un riesgo crediticio para aquellas instituciones que los extienden.





En las inversiones basadas en conversiones de deuda a capital, se da con frecuencia el caso en el que se tiene que aceptar la existencia de saldos en moneda local por períodos de tiempo a veces considerables. Un Contrato Futuro permite proteger estos recursos, manteniéndolos libres para ser invertidos temporalmente bajo las mejores condiciones que ofrezca el mercado local.

Además de los contratos descritos en el ejemplo anterior, la organización del Bank of America en Chile, dentro de breve tiempo, pondrá a disposición de sus clientes Contratos Futuros ("Future Contracts") transados en la bolsa de Chicago, actuando dentro de lo establecido por las autoridades chilenas, para tal efecto. Este mecanismo es de especial importancia para aquellas compañías o inversionistas que necesiten cubrir riesgos cambiarios denominados en monedas duras distintas del dólar. Las tasas de estos contratos reflejan los niveles de inflación, las balanzas comerciales y las tasas de interés válidas para cada moneda. La operación de este tipo de instrumentos requiere del establecimiento de cuentas de márgenes, para lo cual se permite el acceso al mercado de divisas.

Falta por mencionar el tema al cual la gran mayoría de Gerentes de Finanzas son alérgicos: documentación. Gracias a su experiencia en el mercado chileno, Bank of America ha desarrollado formatos de norma para ser utilizados en todas estas operaciones, los cuales cumplen tanto con las regulaciones locales como con los requerimientos internacionales.

Para concluir, quiero hacer explícito el compromiso de Bank of America en cuanto a continuar buscando fórmulas que permitan reducir el riesgo cambiario de los inversionistas en Chile, para así contribuir al desarrollo del mercado.

X. GERENCIA FINANCIERA DE VANGUARDIA EN CHILE

Expositor: Sr. Keith Parker (*)

Nuestro mundo está constantemente cambiando, y el cambio tecnológico es tan grande y tan arrollador que, a no ser que nos proyectemos agresivamente hacia el futuro, nos quedaremos atrás, cualquiera sea la naturaleza de nuestro negocio. Esto es particularmente cierto en un mercado tan abierto y dinámico como lo es el chileno.

Junto con los cambios tecnológicos, surgen nuevos conceptos. Dos de estos son la "Velocidad de Difusión de la Información" y la "Velocidad de Difusión Científica".

La Velocidad de Difusión de la Información, como su nombre lo indica, es el tiempo que demora la noticia de un nuevo invento o avance tecnológico en conocerse ampliamente, desde el momento en que es concebido. El margen de Velocidad de Difusión de Información está desapareciendo rápidamente.

La Velocidad de Difusión Científica es el tiempo que demora una nueva tecnología en aplicarse, desde el momento de su invención.

Los sistemas de microcomputación y las redes de comunicación vía satélite que, de por sí, están evolucionando minuto a minuto- son las tecnologías que se han desarrollado con una rapidez sorprendente dentro de un margen de "Velocidad de Difusión" de la ciencia cada vez más reducido, y que, a su vez, son ampliamente conocidas y utilizadas, dado el mínimo margen de Velocidad de Difusión de Información que existe hoy.

Estas nuevas tecnologías han permitido a las industrias, bancos y otras empresas, tanto en Chile como en los demás países financieramente sofisticados, derribar las barreras tradicionales de tiempo y distancia.

^(*) Bank of America NT & SA.

Súbitamente, la tecnología se ha desarrollado de tal manera que permite a los empresarios y compañías una visión instantánea, global e integrada de sus finanzas alrededor del mundo.

A través de la utilización de la microcomputación y las comunicaciones electrónicas, los Gerentes Financieros de toda compañía que así lo estimen necesario, pueden accesar y manejar sus posiciones de caja, inversiones, y saldos bancarios con sólo un par de pulsaciones en el teclado de un computador localizado en su propia mesa de trabajo.

Las comunicaciones por satélite están alcanzando rápidamente un papel preponderante en el manejo de las finanzas empresariales. El significado de esta tendencia es fácilmente comprendido al analizar el desarrollo de las actividades financieras a lo largo del tiempo.

La Gerencia Financiera ("Treasury Management") propiamente tal, tiene su origen a fines de la década del cuarenta, cuando la RCA y sus bancos desarrollaron centros de cobranza a fin de acelerar la recepción de sus remesas.

Durante los siguientes 15 años, los Gerentes de Finanzas de las empresas estadounidenses, trabajando de la mano con sus bancos, desarrollaron nuevos productos y servicios de manejo de caja, tales como los informes de saldos. No obstante, debido a que la ciencia de procesamiento de datos estaba aún en pañales, dichos Gerentes tenían cada mañana que telefonear a cada uno de sus bancos, a fin de informarse sobre los saldos disponibles.

A principios de la década del sesenta, los sistemas de tiempo compartido permitieron tanto a los bancos, como a las oficinas de los servicios financieros, desarrollar el primer sistema automático de información de saldos. Hacia el final de esa década, muchos bancos americanos estaban en condiciones de reportar los saldos disponibles a sus clientes a nivel internacional.

Durante los años setenta, el número de productos financieros se incrementó notablemente, y el servicio mismo se tornó cada vez más sofisticado. Se efectuaban movimientos de fondos y proyecciones, se determinaban tasas de cambio, y se contabilizaban transacciones. Todo ello, a través de un terminal de computador.

El cambio tecnológico permitió que, en la década del ochenta, la administración de fondos de los bancos se transformara en un servicio financiero internacional, orientado a sus clientes.

Bank of America, que contaba ya para entonces con un buen número de centros financieros internacionales, se preparó para atender, no sólo sus mercados locales, sino para ofrecer, además, un servicio internacional e integrado, a través de sus oficinas alrededor del mundo.

Aunque hemos presenciado un cambio tecnológico sustancial en el manejo financiero a nivel mundial, éste ha sido aún más rápido en Chile. En pocos años, el mercado local se ha familiarizado con los avances tecnológicos utilizados por los más destacados especialistas financieros. En consecuencia, los inversionistas que hoy contem-

plan conversiones de deuda a capital, en Chile, pueden confiar en la habilidad de organizaciones tales como Bank of America, para poner a su disposición las herramientas más modernas y avanzadas de la Gerencia Financiera.

¿Por qué la importancia del potencial generado por los nuevos adelantos tecnológicos? Para responder a esta pregunta existen varios motivos:

- Primero, el dinero es costoso. Es caro tomarlo prestado, y también lo es dejarlo ocioso. El dinero cuesta dinero.
- Segundo, se gana dinero con el dinero. Cobrándolo, invirtiéndolo, desembolsándolo. También actuando como su custodio. Hacer que los fondos trabajen para la empresa se ha convertido en una actividad básica de todo Gerente de Finanzas moderno.
- Y por último, el dinero es cada día menos tangible. Hoy aún menos de lo que fuera en el pasado.

Estas tres consideraciones son particularmente pertinentes en las operaciones de conversión de deuda a capital, las cuales tienden a comprometer grandes sumas de recursos financieros.

Cualquier persona involucrada en el manejo de las finanzas de una empresa sabe que el dinero es una mercancía valiosa. Lo que quizá no esté claro aún para todos es que el dinero se ha transformado, literalmente, en electrones que se movilizan a través de circuitos en una placa de silicona.

Se puede convertir un millón de dólares en un haz de ondas radiales y enviarlo por satélite a cualquier punto del orbe. Monedas, billetes y cheques están dando paso en la industria financiera, a bits, bytes, y blips. El dinero se ha transformado en información en movimiento.

Los últimos adelantos en procesamiento de datos y telecomunicaciones hacen posible que los Gerentes de Finanzas puedan ganar dinero con el dinero. Al disponer de información financiera correcta y oportuna, pueden tomar las acciones necesarias para obtener el retorno óptimo sobre sus fondos. Esto es sumamente importante para los responsables del manejo financiero de las sumas involucradas en grandes proyectos, tales como aquellos que se relacionan con las operaciones de conversión de deuda a capital, que hoy se tratan.

Actualmente, las compañías precisan de las herramientas que les permitan accesar a sus bancos de la forma más fácil, efectiva y segura posible.

Necesitan además disponer de la capacidad para analizar su información financiera en forma expedita, y una vez tomadas las decisiones, ejecutarlas en forma inmediata.

Los avanzados sistemas de microcomputadores modernos han creado nuevas oportunidades en este sentido.

El microcomputador que automáticamente almacena información, puede ser utilizado para transformarla y analizarla en la propia oficina del ejecutivo de finanzas. Esto, en vez de utilizar valioso tiempo en telecomunicación, del computador central o -aún peor- efectuar tediosos cálculos manuales con enorme pérdida de tiempo.

El manejo de servicios financieros internacionales, que requiere de un intercambio de información entre países, en tiempo real y a un bajo costo, es posible solamente gracias al importante desarrollo de las modernas comunicaciones de alta velocidad.

Un ejemplo de un sistema diseñado para efectuar reportes de información consolidados a nivel global es BAMTRAC, programa que contribuye al manejo eficiente de saldos en cuentas de depósito. Al utilizar BAMTRAC, el ejecutivo de finanzas puede obtener información instantánea sobre los saldos disponibles en sus cuentas alrededor del mundo, tanto en Bank of America, como en otras instituciones bancarias. BAMTRAC puede ser combinado con otros productos para invertir saldos disponibles en forma automática, de acuerdo a parámetros preestablecidos. BAMTRAC se encuentra también a disposición de nuestros clientes en Chile.

El contar con la información oportuna, y la disponibilidad de poder computacional en sus oficinas, ha permitido a los ejecutivos del área de finanzas concentrarse en el uso de sistemas de decisión. Modelos financieros residentes en los computadores personales permiten controlar el riesgo de cambio de una compañía, analizar diversos escenarios de comportamiento en opciones de inversión, y examinar el impacto de ambos en el flujo de caja.

Hemos revisado los beneficios de la electrónica y telecomunicaciones en las necesidades de apoyo y toma de decisiones de un Gerente de Finanzas de una empresa moderna. La última área impactada por esta nueva tecnología es la iniciación de las transacciones -por parte del cliente- a través de su propio microcomputador.

Los beneficios del uso de la electrónica en la iniciación de transacciones son numerosos, pero el mayor impacto que ha experimentado Chile, en este sentido, es que el sol literalmente no se pone nunca en el día bancario. Un Gerente de Finanzas en Chile que disponga de fondos en Nueva York al cierre del mercado, puede transferirlos electrónicamente, desde su oficina, a San Francisco, por ejemplo, utilizando MICROWIRE. Este último es un producto internacional de comunicaciones de Bank of America que apoyamos localmente a través de nuestra organización en Santiago.

MICROWIRE permite la automatización de muchas tareas manuales que conllevan los sistemas tradicionales como el télex y otras formas de instrucción escrita.

Las Cartas de Crédito también pueden ser iniciadas desde las oficinas de nuestros clientes en forma electrónica, utilizando el sistema MICROTRADE, también disponible en Chile.

Este servicio, permite a nuestros clientes, por ejemplo, preparar la solicitud de carta de crédito en su microcomputador y enviarla eletrónicamente a Bank of America. Las ventajas de un sistema tan avanzado como MICROTRADE son numerosas, como le consta a nuestros clientes que ya utilizan el sistema en Chile y a los muchos que lo

hacen a nivel internacional.

Bank of America ha desarrollado además, otros productos de manejo financiero que representan lo más sofisticado y moderno, no sólo en cuanto a tecnología, sino también en cuanto a su concepción. Estos operan a modo de herramientas de análisis y decisión en entornos de varias monedas. De éstos, el sistema que más éxito ha tenido, hasta el momento, ha sido el INTERNATIONAL TREASURER, el cual sirve de apoyo a nuestros clientes en el manejo consolidado de sus contratos de cambio, flujos de comercio exterior, deudas a corto plazo e inversiones. Estimamos estar en condiciones de implementar este producto en Chile para fines del presente año.

Esta breve descripción de nuestras herramientas de manejo financiero nos lleva a nuestro próximo tema: Las técnicas de financiamiento a corto plazo disponibles para un proyecto en Chile.

No obstante, antes de terminar, quisiera enfatizar que en Bank of America creemos firmemente que nuestros clientes no compran tecnología, sino que adquieren los beneficios que la tecnología conlleva. Beneficios que rápidamente se están convirtiendo en indispensables para mantener la competitividad empresarial en un ámbito comercial cada vez más agresivo.

Esto es lo que hacemos cuando ofrecemos servicios financieros a empresas ya involucradas o que piensan implementar inversiones a base de conversiones de deuda a capital. Nuestro objetivo es facilitar a nuestros clientes la optimización de sus recursos financieros, a través de la utilización de nuestra experiencia, y las herramientas que hemos desarrollado.

La habilidad para visualizar las necesidades financieras del cliente, sean éstas de manejo de riesgo, cobranzas, o sistemas de pagos es el elemento clave para poder utilizar la tecnología eficientemente. Por ello, Bank of America ha invertido importantes sumas de dinero, no sólo en el desarrollo tecnológico de productos, sino también en la preparación de sus ejecutivos, para permitirles identificar y contribuir a resolver los desafíos de nuestros clientes en el manejo de sus recursos financieros. En consecuencia, no vendemos tecnología ni productos, sino que el valor agregado que representa el saber enfrentar inteligentemente los desafíos y aprovechar las oportunidades.

Hoy, el dinero, en forma automática y rutinaria, es enviado desde una a otra zona horaria, una y otra vez, sin descanso. El dinero sigue al sol, moviéndose incesantemente, aumentando de valor con cada transacción.

Esto es la banca actual. Ya no se limita a arrendar dinero. Ha llegado el día del microcomputador, del satélite, y de aquellas instituciones que sean capaces de prestar un servicio integral, internacional y electrónico.

Nosotros, en Bank of America continuaremos innovando y generando cambios, a fin de proveer a nuestros clientes la calidad de servicio que merecen y esperan de nosotros.

XI. EL COMERCIO EXTERIOR COMO PARTE DEL PROCESO DE INVERSION

Expositor: Sr. John Byrne (*)

Bank of America considera que la inversión a través de la conversión de deuda en capital es, en un país como Chile, apenas el paso inicial dentro de un complejo y continuo proceso financiero. Por lo mismo, nos hemos preocupado de atender las necesidades financieras de nuestros clientes, tanto anteriores como posteriores a la realización de la inversión. Entre estos últimos, se destaca el área del comercio exterior y su financiamiento, un tema que deseamos desarrollar brevemente durante los siguientes minutos.

A escala macroeconómica, confiamos en que compartirán ustedes nuestro criterio en cuanto a la importancia primordial que tiene, hoy más que nunca, el comercio internacional; concepto especialmente pertinente para los países en desarrollo, cuyas economías deben ser capaces de crecer y, a la vez, dar servicio a un elevado nivel de endeudamiento externo, además de hacer posible remesar los dividendos y capitales correspondientes al tipo de inversiones que se han estado discutiendo.

Las realidades del mundo financiero internacional son tales, que la disponibilidad de nuevos créditos voluntarios para la mayor parte de los países en desarrollo, créditos éstos que tradicionalmente habrían generado la moneda dura necesaria para dar servicio a la deuda, son limitados, y en algunos casos, inexistentes. Por lo tanto, se deben identificar fuentes alternativas de moneda dura. Los excedentes de comercio exterior tienen estas características.

Los mercados internos de los países en desarrollo presentan, normalmente, restricciones tanto en tamaño como en poder adquisitivo, lo que limita la capacidad de desarrollo de las áreas económicas en las cuales cada país cuenta con ventajas comparativas. Siendo este el caso, la solución es considerar al mundo entero como un solo

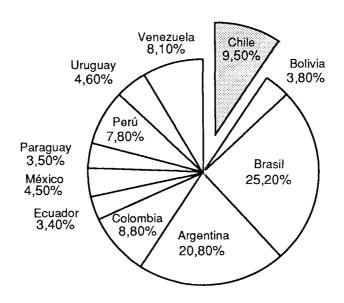
^(*) Bank of America N.T. & S.A.

mercado, abriendo las economías de los países al comercio internacional y, de esa forma, alcanzar las economías de escala necesarias para competir efectivamente a nivel internacional. La misma lógica nos lleva a la conocida conclusión de que los países debieran importar aquellos productos donde no tengan ventajas comparativas. El comercio internacional, por consiguiente, generará un flujo de productos y de fondos el que, idealmente, resultará en un superávit a favor de los países en desarrollo.

BALANZA COMERCIAL - CHILE (Millones de US\$)

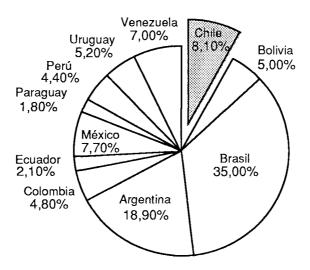
AÑO	EXPORTACIONES	IMPORTACIONES	BALANZA COMERCIAL
1981	3.836,5	6.513,0	-2.676,5
1982	3.705,7	3.643,3	62,4
1983	3.831,0	2.845,0	986,0
1984	3.650,3	3.357,3	293,0
1985	3.804,1	2.954,7	849,4
1986	4.198,8	3.099,1	1.099,7
1987	5.223,7	3.994,3	1.229,4

IMPORTACIONES REGIONALES ALADI 1986 (Millones de US\$)



i,

EXPORTACIONES REGIONALES ALADI 1986 (Millones de US\$)



Tal como lo indican las cifras y gráficas adjuntas, países como Chile, que practican políticas de libre mercado, han identificado claramente el comercio exterior como el mecanismo para alcanzar sus objetivos de crecimiento, de inversión y del servicio de su deuda externa.

Permítanme ahora, en consideración a nuestros invitados extranjeros, repasar muy brevemente las regulaciones chilenas aplicables a comercio exterior, ya que éstas tienen un impacto muy directo sobre el tipo de financiamiento requerido por compafías recién establecidas.

En contraste con otros países en vías de desarrollo, en Chile no existen cuotas de importación. Sin embargo, en un reducido número de casos, se ha decidido aplicar una sobretasa sobre el arancel normal de 15%.

Todas las operaciones de importación y de cambios internacionales en el país son reguladas por el Banco Central, el que requiere de su aprobación para cada transacción de importación. En la actualidad, se exige un período de financiamiento de 120 días como mínimo, aunque esta norma pareciera estar bajo revisión.

Las exportaciones se encuentran también reguladas, requiriendo de un informe aprobado por el Banco Central antes de ser embarcadas. El producto de las exportaciones debe ser retornado al país dentro de un máximo de 180 días posterior a la fecha de embarque certificada por la aduana. Se autoriza a los exportadores mantener cuentas en el exterior con el fin de concentrar sus retornos y se les ha permitido, a aquellos que requieren de artículos importados para su operatoria, utilizar sus propios retornos de exportación para pagar por ellos.

Al llegar el momento de cancelar el financiamiento de importación, los bancos co-

merciales deben verificar que la solicitud de acceso a moneda extranjera esté de acuerdo con la aprobación original y con las condiciones de tasas de interés del mercado.

Dado que los pagos de financiamientos de comercio exterior se efectúan a base de tasas de cambio de mercado (las que son flotantes), los importadores pueden elegir protegerse contra el riesgo del tipo de cambio, efectuando depósitos en moneda local en el Banco Central, por un monto equivalente a su deuda principal, más los respectivos intereses. Este depósito, sin embargo, no devenga intereses y, como consecuencia, representa un método poco económico de protección. Como alternativa, Bank of America ha sido uno de los promotores de los modernos sistemas de protección de riesgo cambiario que el Sr. Kluever reseñó en su intervención y es, hoy , uno de los principales participantes en el mercado.

Al evaluar una inversión extranjera en Chile, ya sea a través de una conversión de deuda en capital, o al amparo del Decreto Ley N° 600, se debe tener muy en cuenta que, durante su período de puesta en marcha, la compañía requerirá normalmente de financiamiento para importaciones. Bank of America tiene la capacidad y experiencia, desplegadas a través de su amplia red internacional, para organizar la obtención de financiamiento por parte de agencias de gobierno de los países exportadores, tal como el Eximbank, ECGD, etc.

Cabe agregar, además, que Bank of America opera una de las mayores líneas de comercio exterior en Chile, a través de la cual podemos satisfacer directamente las necesidades de financiamiento de importación de nuestros clientes. Nuestra oficina en Santiago participa también en operaciones de financiamiento de comercio exterior, canalizadas mediante la Asociación Latinoamericana de Integración (ALADI), por medio de la cual los gobiernos de los países integrantes compensan directamente sus saldos.

Una vez que sea operativo un proyecto, se requerirá de materias primas y de equipo que, en parte, serán de origen importado. Además, y dependiendo de la natura-leza del proyecto, se puede hacer necesario algún tipo de financiamiento de exportación. Estas son, nuevamente, áreas en las que Bank of America se ha especializado, tanto en Chile como a nivel internacional.

Nuestra capacidad de comercio exterior local refleja el rol del Bank of America como una institución de larga tradición en el financiamiento del comercio internacional. Tenemos presencia en gran número de países. Esta red nos convierte en una de las organizaciones más eficientes en lo concerniente a comercio exterior. Nuestra extensa red acarrea ventajas directas, al permitir que ambos extremos de cada transacción de comercio exterior sean mantenidos dentro de una sola institución con normas operacionales uniformes. A la vez, el flujo de fondos y de documentos se hace más eficiente, ya que la utilización de bancos corresponsales es obviada y, en consecuencia, se reduce la posibilidad de demoras injustificadas.

Bank of America en Chile está orientado al mercado institucional, y se siente orgulloso de sus estrechas relaciones comerciales con la gran mayoría de los principales exportadores e importadores del país; relaciones éstas que se han cultivado a base de una dedicación constante a la calidad, y a nuestra habilidad para corregir errores con prontitud.

Tal como lo ha señalado Keith, los servicios bancarios modernos, y en especial los relacionados con comercio exterior, son áreas donde la tecnología ha jugado, y continuará jugando, un rol cada vez más importante. Los servicios de Banca Electrónica, por medio de microcomputadores y redes de comunicación vía satélite, permiten el ingreso y despacho instantáneo de transacciones de comercio exterior que, hasta hace no muchos años, demoraban semanas para ser avisadas. Esta es un área donde Bank of America ha invertido sustanciales recursos durante los últimos años, una tendencia que se ha reflejado en nuestra operación en Chile, lo que nos ha permitido poner a disposición de nuestros clientes en el país, sistemas a tiempo real o "real time", que crean una puerta de entrada electrónica e instantánea a nuestra red internacional.

Dado que el comercio exterior en países en desarrollo es llevado a cabo fundamentalmente a base de cartas de crédito, el manejo eficiente de estos instrumentos demanda un ágil procesamiento de documentos. Esto es congruente con el pensamiento expresado por Keith, en el sentido que, hoy y más que nunca, el tiempo es dinero. Bank of America, a través de su División Internacional, de la cual nuestra sucursal en Santiago forma parte, se ha especializado en manejar estas transacciones, proveyendo a nuestros clientes, entre otras, con una ventaja competitiva a través de MICRO-TRADE.

Este producto electrónico, basado en el uso de microcomputadores, ha sido objeto de las más favorables críticas por parte de publicaciones especializadas en los Estados Unidos, y permite al cliente efectuar la emisión, enmienda y consultas relativas a cartas de crédito, desde sus oficinas. Más aún, el producto tiene una capacidad de base de datos, para entregar en tiempo real, informes administrativos especificados por el cliente. Todo el sistema se caracteriza por su sencillez de manejo. Además de las obvias ventajas operacionales de MICROTRADE, éste permite un ahorro significativo en costos de telecomunicaciones.

Bank of America introdujo sus sistemas de banca electrónica, en Chile, como complemento de sus servicios de comercio exterior, durante la segunda mitad del último año, y actualmente, varios de nuestros clientes ya están utilizándolos con éxito.

Volviendo al tema de los productos, el refinanciamiento de transacciones, basadas en cartas de crédito, puede ser efectuado a través de préstamos bancarios o por medio de crédito del proveedor. En ambos casos, la letra de cambio involucrada puede ser convertida en una obligación al ser aceptada por un banco comercial. Este instrumento, a su vez, puede ser descontado en el mercado secundario para permitirle al exportador hacerse de liquidez inmediata. Bank of America cuenta con un centro en San Francisco dedicado exclusivamente a este tipo de financiamiento, al que nuestros clientes tienen acceso a través de nuestras oficinas en Santiago.

Dado el cada vez más aceptado riesgo crediticio chileno a nivel internacional, el volumen de cobranzas documentarias de importación está aumentando, particularmente en el caso de socios comerciales europeos. Esta tendencia es beneficiosa desde el punto de vista del importador chileno, ya que este tipo de transacciones tiene un costo implícitamente menor. Tanto las cobranzas documentarias de importación como las de exportación, generan requerimientos de financiamiento adicionales, ya que el tenedor de las letras de cambio querrá, con frecuencia, descontarlas sin recurso. Este tipo de negocio, conocido como "forfaiting", es otra área en la que el banco está

activamente involucrado.

Cabe esperar que, en la medida que los países en vía de desarrollo incrementen sus volúmenes de comercio exterior y formen un historial crediticio sólido, será mayor el monto de operaciones de este tipo efectuadas a base de cobranzas simples, una tendencia que es ya una incipiente realidad en Chile.

Las cobranzas simples constituyen otra área donde Bank of America es considerado como un especialista a nivel mundial, como se refleja no sólo en la alta calidad y uniformidad de nuestros servicios, sino en la forma en que complementamos los mismos, a través de productos tales como transferencia electrónica de fondos, servicios de manejo de caja electrónicos y contratos futuros de divisa atados a cada transacción.

Espero haber tenido éxito en proporcionarles una descripción somera, pero adecuada, de las transacciones de comercio exterior y sus más comunes aplicaciones en Chile, así como haberles dado una idea general de la importancia que la planificación de este aspecto tiene dentro del proceso de inversión. A la vez, confío en haberles descrito la forma en que algunos de nuestros productos electrónicos pueden ser integrados en la puesta en marcha de un proyecto. Me gustaría hacer énfasis en el hecho de que todos los servicios internacionales mencionados, están disponibles en Chile a través de nuestra oficina en Santiago.

XII. EL PROYECTO SHELL/WESTFIELD/CITIMINING: ESTUDIO DE UN CASO DE INVERSION EXTRANJERA EN LA MINERIA A TRAVES DEL CAPITULO XIX

Expositores: Sr. David Whitehead (*)

Sr. Luis Burtle (**)

Sr.Burtle:

El propósito de esta presentación es tratar de dar a conocer el proyecto Choquelimpie, como también identificar, cuáles son los inversionistas y establecer la significación económica nacional del proyecto, a la vez que analizar los beneficios del Capítulo XIX en relación con este proyecto minero aurífero en la parte norte de Chile.

Sr. Whitehead:

Choquelimpie está situado en el Altiplano, en la región extrema del norte de Chile, en la provincia de Parinacota, Primera Región. Está casi a 200 kilómetros al interior del puerto de Arica y el único pueblo principal entre estos dos puntos es Putre -capital provincial de Parinacota- con una población total considerablemente inferior a las 1.000 personas.

La altitud del Altiplano es de aproximadamente 4.200 metros sobre el nivel del mar. Para los que calculan en pies, corresponde aproximadamente a 15.000 pies. Es un lugar remoto y escasamente desarrollado de Chile. Choquelimpie se traduce al inglés como "the shining potato" o "la papa brillante" en español.

El proyecto mismo se basa en el depósito, el cual es del tipo denominado depósito de oro / plata de tonelaje volumétrico epitérmico. Choquelimpie es el representante típico de los depósitos entre pequeños a medianos de este tipo. No es tan grande como aquellos recientemente descubiertos en Norteamérica y también aquí en Chile. Sin embargo, tenemos un considerable potencial adicional de reservas y el proyecto inicial

^(*) Gerente General de Compañía Minera Shell.

^(**) Gerente de Citibank para el área de minería en la región andina del sur .

no abarca toda la mineralización de la propiedad. Este tipo de depósito se presta para su explotación a tajo abierto para lo cual se emplea un contratista con el fin de minimizar los costos de capital. En este caso, el contratista es la Compañía Minera del Pacífico. Existe una baja proporción lastre / mineral en este depósito; aproximadamente debe removerse una tonelada de lastre por cada tonelada de mineral. Eso es una relación baja para los depósitos de este tipo según las normas de Norteamérica y Australia.

El proceso consiste en la trituración, pulverización y más tarde en la segregación del material fino, el cual es luego lixiviado con una solución de cianuro -muy débil- para disolver el oro y la plata, los cuales se precipitan fuera de esa solución empleando polvo de cinc para producir un producto que contiene casi un 75% de oro y plata. En el caso de este precipitado, el contenido es mayormente de plata.

Debido a la ubicación remota se debe llevar a cabo un considerable desarrollo de infraestructuras. Hemos tenido que desarrollar nuestro propio suministro de energía y agua para la totalidad del proyecto y está en construcción en el pueblo de Putre un completo esquema habitacional para los empleados. Hemos tenido que implementar los patios de almacenaje, talleres, etc. en el emplazamiento mismo de las obras y también la oficina de administración y compras en la ciudad de Arica. Es así como el proyecto contribuirá en gran medida al desarrollo de una infraestructura en el área.

He aquí algunas estadísticas. La producción inicial proyectada será de casi un millón de toneladas anuales de mineral y se removerá un millón de toneladas anuales de lastre. La producción del precipitado será de casi 35 toneladas promedio en un año. Esa cantidad contendrá aproximadamente 40.000 onzas de oro y 750.000 onzas de plata. La inversión total para todo el proyecto, incluyendo el trabajo de exploración para definir el depósito, los derechos mineros, el programa de capitales, el desarrollo de construcciones y el capital de trabajo equivaldrán a US\$ 40 millones.

Sr.Burtle:

La estructura corporativa de esta compañía se formó inicialmente a través de Shell, quien poseía los derechos mineros; la que más tarde incorporó a Westfield, principalmente como resultado de la necesidad de la experiencia especializada en este tipo de operaciones de lixiviación. Por eso, formaron la Compañía Minera Altiplano e invitaron luego a participar al Citibank en la Sociedad Contractual Minera Vilacoyo, la que en realidad operará la mina.

Sr. Whitehead:

Quisiera decirles algunas cosas sobre los inversionistas. Primero que nada, creo que existe una gran cantidad de gente en este país que está sorprendida de saber que Shell haya entrado en esta sociedad conjunta. Shell posee una red bastante amplia de negocios a nivel mundial. Nosotros conducimos exploraciones mineras en casi todos los principales países mineros del mundo, incluyendo Chile, en donde operamos desde 1979. Tenemos inversiones mineras en 10 países, las que varían desde el oro, a la bauxita, al magnesio, y al cinc. Tenemos operaciones de procesamiento en 9 países, incluyendo algunas extremadamente grandes en Latinoamérica -Surinam y

Brasil- y poseemos instalaciones de investigación en 3 países. Pueden ver que también producimos una amplia gama de metales y de productos metálicos.

El capital total empleado por Shell en el sector minero - esencialmente metalescomo un todo, equivale a US\$ 1.500 millones y existen operaciones que emplean hasta 6.000 personas; de modo que no constituye para Shell ningún paso nuevo el hecho de estar presente en la minería chilena, ya que hemos trabajado aquí por bastante tiempo.

Con respecto a Westfield, podemos decir que es una compañía dentro del Grupo de Compañías North Cape, las que han sido pioneras en muchas partes, como lo fueron en el resurgimiento de la industria minera en Irlanda, a través de importantes desarrollos en la producción de cinc, cobre, plomo y plata. También lo han sido en el renacimiento de la industria Australiana del oro y son ahora pioneras en el desarrollo de importantes y significativas mineralizaciones de oro en las Islas Británicas. Ellas fueron el socio preferido por Shell, particularmente por su experiencia en los procesos para este tipo de operaciones y debido a su familiaridad con los métodos de planificación y construcción que ayudan a disminuir el tiempo en que estos proyectos entran en producción. Shell ha tenido -aunque no en Chile, pero sí en otras partes del mundo- experiencias específicas exactamente con proyectos de este tipo.

Sr.Burtle:

Como ustedes sabrán, Citibank ha estado involucrado en el sector minero durante ya muchos años, especialmente en el área financiera, como financista de proyectos, desarrollador de productos y varios tipos de tratos financieros. Sin embargo, ésta es una de las primeras oportunidades en que nos involucramos en el desarrollo de un proyecto minero. Lo primero que aprendimos fue que teníamos ciertas restricciones para operar como participantes en el capital social debido a ciertas disposiciones. Por eso, cuando consideramos este proyecto, supimos que íbamos a ser inversionistas pasivos y socios minoristas en el trato. De allí que al mirar dentro del proyecto, nos fijamos primero en los socios y vimos que el carácter, la administración de alta calidad, y la experiencia demostrada constituían factores que nos permitían participar en el mismo.

¿Por qué empleamos el Capítulo XIX? Trataremos de decir que Minera Shell buscaba la reducción de su exposición al riesgo al iniciar esta aventura minera. También debido al potencial de retorno del proyecto. La perspectiva de Westfield consistía en que el Capítulo XIX les permitía correr el riesgo de invertir en un país nuevo y, como se explicó en la mañana, la reducción de la exposición al largo plazo en Chile se convirtió en una oportunidad de inversión, reforzada por el hecho de que estaríamos en el país por un largo tiempo.

Sr. Whitehead:

Esta es una cuantificación somera del impacto del proyecto como un todo. Expliqué hace poco que la inversión total era de US\$ 40 millones. De esa cifra, el contenido local es de aproximadamente US\$ 35 millones; los cinco millones restantes corresponden básicamente a la importación del equipo especializado no fabricado en Chile. Los ingresos por las exportaciones, en promedio, del precipitado para su refinado y venta en los mercados extranjeros -al precio actual aproximado del oro y la plata- será

de US\$ 30 millones anuales.

El empleo en la construcción del proyecto -en un distrito con muy pocas oportunidades de trabajo-es de casi 400 personas. Un número significativo de ellas está constituido por gente local. Obviamente se contratará también a gente de otras partes de Chile. El empleo indirecto relacionado con la construcción se estima en un número aproximado de 1.000, la mayoría por supuesto no localizado en la Primera Región, sino correspondiente a fabricantes y proveedores de otras partes del país. La fuerza laboral directa al comienzo de las operaciones será de 210 personas y todas estarán en la Primera Región, la mayoría de ellas en Putre. Se estima que ésta se multiplicará hasta alcanzar las 500 personas, mayormente en Arica.

La infraestructura corresponde a la construcción de acomodaciones en Putre, mejoras sustanciales en los caminos e introducción de enlaces de comunicación vía microondas entre el emplazamiento del proyecto, Putre y Arica. Nuestra presencia con instalaciones médicas y de protección ambiental permitirá sin lugar a dudas -a nuestro parecer- atender integralmente la población de Putre en el Altiplano. El impacto del proyecto repercutirá principalmente en la Primera Región.

Sr.Burtle:

En resumen, podemos decir que el Capítulo XIX nos ayudó a tomar la decisión para entrar en el rápido desarrollo de este nuevo proyecto. Tomó casi un año llevar este proyecto a su fase de producción y es importante advertir en él que un 50% de la inversión se efectuó a través del Decreto Ley N° 600. Esta es entonces una combinación entre el Capítulo XIX y el Decreto Ley N° 600, que corresponde a dinero fresco entrado a Chile. Nuestro grupo ha introducido nuevas tecnologías en el país, especialmente en los sistemas de molienda o chancado, como también en cuanto a los "pads" de lixiviación removibles.

Obviamente, incrementaremos los ingresos por exportaciones para el país y ayudaremos a reducir la carga de la deuda externa. Hemos tomado las medidas para reducir el desempleo, principalmente en la Primera Región e incrementar los ingresos gubernamentales por concepto de tributaciones, especialmente en la Primera Región, porque la compañía pagará todo allí, incluyendo las patentes de los autos o cualquier impuesto menor. Obviamente también, mejoraremos la infraestructura de las comunicaciones en la provincia de Parinacota, la que corresponde a un área extremadamente remota de Chile.

SEGUNDA JORNADA

28 de abril de 1988

XIII. EL SISTEMA BANCARIO CHILENO Y SU CONTRIBUCION AL DESARROLLO DEL PAIS

Expositor: Sr. Hernán R. Arze (*)

Introducción

Todas las teorías que explican el desarrollo económico tienen un factor común: la importancia del proceso ahorro-inversión como determinante del crecimiento económico. De este modo, resulta casi una característica universal el esfuerzo de las autoridades en promover mecanismos que aumenten los montos involucrados en dicho proceso y que fomenten la eficiencia en la intermediación de esos recursos.

El modelo de desarrollo que se viene aplicando en la economía chilena desde 1974 puede ser definido como una economía social de mercado: los precios de bienes y servicios se determinan por el juego de la oferta y la demanda, se reconoce la libre iniciativa de las personas y la propiedad privada como el elemento clave y dinamizador del proceso de crecimiento y el Estado asume un rol subsidiario, esto es, realiza sólo aquellas funciones que el mercado, por su propia naturaleza, no es capaz de resolver en forma eficiente para la sociedad.

Dentro de este contexto, el esquema reconoce la importancia fundamental que tienen el mercado de capitales, en general, y el bancario, en particular, sobre el proceso ahorro-inversión y, en consecuencia, sobre el crecimiento. De este modo, se han aplicado los principios de la libre competencia en la asignación de los recursos crediticios, en forma coherente con los fundamentos generales que sustentan la política económica.

La importancia de una intermediación eficiente

Cuando los mercados operan bajo condiciones de extrema regulación que re-

^(*) Presidente del Banco del Estado de Chile.

dundan, por ejemplo, en tasas de interés reales negativas, el ahorro financiero no se incentiva y, por lo tanto, las personas que disponen de un exceso de ingresos por sobre sus gastos incrementan su consumo, ya que las modalidades disponibles de ahorro no les son favorables, o bien autoinvierten en proyectos que probablemente no serán, desde el punto de vista social, los mejores. Por otra parte, quien desea invertir no lleva a cabo sus intenciones debido a la carencia de financiamiento, o bien materializa los proyectos en forma parcial, con sus propios recursos, a una escala operacional probablemente menor a la deseada. Asimismo, quienes tienen el privilegio de acceder al crédito no tienen ningún estímulo para mejorar sus estructuras productivas o para modernizar sus instalaciones, toda vez que el costo real negativo del financiamiento les permite obtener buenos márgenes de rentabilidad, aun con sistemas productivos ineficientes y tecnología inadecuada. En definitiva, se resiente el proceso ahorro-inversión, tanto en la cantidad como en la calidad de los recursos intermediados, el aparato productivo se torna obsoleto y se agrava el problema del subdesarrollo.

Así el mercado bancario aporta el crecimiento económico en la medida en que ofrece instrumentos de ahorro adaptados a las necesidades de las personas. Esto se logra, fundamentalmente, mediante la creación de oportunidades que contemplen diversos plazos y retornos. En la medida en que se consigan recursos mediante la emisión de papeles pactados bajo diferentes modalidades, se puede también entregar financiamiento bajo todas ellas. De esta forma, se aumenta el ahorro e incrementan los volúmenes de inversión. Mientras más diversa sea la gama de instrumentos financieros que se ofrezcan al público, mayor es el estímulo para ahorrar. Mientras mejor sea la calidad de la inversión de los recursos captados, mayor será el efecto de la banca en el crecimiento económico del país.

En consecuencia, el desempeño eficiente del sector bancario en el desarrollo de un país requiere resolver diferentes desafíos: en primer lugar, proporcionar un premio justo a quienes realizan un esfuerzo de ahorro, de manera de no incentivar el consumo más allá de lo socialmente deseado y, por ende, de estimular el crecimiento del ahorro financiero. Esto dependerá básicamente de la disponibilidad de ingresos, del contexto macroeconómico general, de las regulaciones financieras y de la competitividad en el sector bancario.

En segundo término, la banca debe cobrar a quienes les presta esos fondos un precio tal que no desincentive la inversión y retrase el crecimiento.

Aquí es donde radica la principal responsabilidad de la banca pues para lograr este fin, debe minimizar los gastos de gestión propios del proceso de intermediación financiera, para así provocar la menor diferencia posible entre las tasas de interés cobradas y las tasas de interés a las cuales se captan los fondos, favoreciendo tanto a los ahorrantes como a los deudores. Muy ligado a esto mismo, está la necesidad de minimizar las malas decisiones crediticias, de manera de evitar pérdidas de capital por este concepto o un alza en los spreads para absorber los mayores riesgos asumidos. Igualmente, para cumplir su papel, la banca debe presentar utilidades que no sean representativas de estructuras de mercado oligopólicas. Por el contrario, ellas deben provenir de un esquema competitivo, donde sólo los más eficientes y los más innovadores reciban un premio adicional por su desempeño.

Evolución de la banca chilena

Se suele señalar que la banca en nuestro país, en su concepto actual, nace formalmente con la llegada de la Misión Kemmerer, en 1926, la que formuló diversas leyes que normaron y regularon el hasta entonces incipiente mercado de capitales. Así, hoy tiene pues ya cerca de 62 años. La banca, en sus inicios, se caracterizó por normas que permitieron un período de liberalidad que se interrumpió por la Gran Depresión de los años treinta la que repercutió muy negativamente entre 1932 y 1933. Como parece ser una constante en la historia bancaria mundial, el rol de los bancos se modificó notablemente con posterioridad a la crisis. La estructura relativamente liberal se transformó en un sistema altamente regulado, que incluso puede ser catalogado, sin temor a exagerar, como reprimido, régimen que se mantuvo con distintos matices, hasta 1974. Las normas más evidentes de la excesiva regulación, que por lo demás son comunes en las experiencias latinoamericanas en la materia, fueron la fijación de las tasas de interés, la imposibilidad de realizar intermediación a más de un año plazo, la prohibición de utilizar instrumentos reajustables, el privilegio de entidades específicas en áreas o negocios determinados, una labor central de recolocar líneas de créditos oficiales, etc. Como consecuencia de esta situación, se observaron en el mercado bancario tasas de interés reales negativas y un deterioro en la calidad y cantidad de los recursos financieros disponibles para la inversión.

Desde 1974, la autoridad económica y la autoridad reguladora de la banca en Chile han adoptado medidas de liberalización en pos de una mayor eficiencia en el proceso de intermediación. En particular, se libró la tasa de interés al juego del mercado; se amplió a todos los participantes del sistema bancario la posibilidad de ofrecer instrumentos reajustables o indexados, lo que representa un fuerte estímulo al ahorro financiero en presencia de procesos inflacionarios; se dio acceso a las operaciones permitidas a todas las empresas bancarias, según los principios de la banca universal, eliminándose las estructuras monopólicas de instituciones específicas y la segmentación de los mercados financieros. Complementariamente, se abrió el mercado al ingreso de nuevos bancos, tanto nacionales como extranjeros.

Las disposiciones normativas liberalizadoras coincidieron con una amplia liquidez internacional, todo lo cual hizo que las distintas variables representativas del tamaño de la banca tuvieran, entre 1974 y 1981, un marcado crecimiento. El crédito se expandió en un 79% real por año, mientras que los depósitos y captaciones lo hicieron en un 48% real. El ahorro privado total, que suma a los depósitos bancarios el ahorro en instrumentos emitidos por empresas financieras diferentes de los bancos, aumentó a razón de un 90% real anual y el número de instituciones bancarias en operación subió de 20 a 54. La razón crédito bancario sobre P.G.B., frecuente indicador del grado de intensidad financiera, creció desde un 20 a un 60%.

Sin embargo, el proceso de crecimiento del sistema experimentó un efecto regresivo a raíz de la crisis económico-financiera del período noviembre 1981-enero 1983, lapso en el cual se liquidaron 19 instituciones y se intervinieron otras 5, entre las que se contaban los dos bancos privados más grandes del país. Si bien existen diversas hipótesis sobre las causas que explican la crisis, pueden mencionarse la aguda caída en los niveles de actividad económica, la que se redujo en cerca de un 15%; la entrega de créditos a personas relacionadas con los accionistas de las propias instituciones, lo que se apartó de un régimen de políticas financieras sanas, y una

cierta lentitud en la modernización de los sistemas de regulación y supervisión, que actuaron con desfase en relación con la velocidad de crecimiento de la actividad bancaria.

Restablecimiento de la banca a partir de 1984

La crisis provocó efectos de importancia sobre el sistema bancario. Los más relevantes fueron una fuerte descapitalización, fenómeno que también fue posible observar en los deudores, y una ambigüedad en la situación de propiedad de algunos bancos, a causa de las redistribuciones de riquezas subyacentes a la crisis.

El impacto de la recesión planteó un desafío adicional al proceso de intensificación financiera. Se necesitaba, sin dejar de lado los objetivos de maximizar la eficiencia operacional, recuperar patrimonial e institucionalmente a la banca, proceso que, ante la magnitud de la crisis, no era factible de solucionar en el corto plazo por medio de los mecanismos de mercado, sino que requería de una actitud de apoyo decidida por parte de la autoridad. Es así como se adoptaron diversos programas de ayuda a la banca y a los deudores.

Estas medidas, si bien excepcionales en un esquema de mercado, estuvieron condicionadas a principios de sana política económica: se trataba que fuesen lo más neutrales posible, en el sentido de no alterar los equilibrios macroeconómicos o de mercados específicos; que implicaran el uso de la menor cantidad de recursos, debido a que la situación monetaria y de ingresos fiscales del país no permitían un uso abundante de éstos y, lo que resulta de especial interés, que no inhibieran la participación del sector privado como motor del desarrollo económico de la nación.

Los deudores recibieron ayuda mediante mecanismos de reprogramación de sus créditos con el fin de readecuar las condiciones de pago, para lo cual se extendieron los plazos pactados y se rebajaron las tasas de interés.

Los bancos recibieron el apoyo del Banco Central mediante programas de venta de cartera de activos con alto riesgo de irrecuperabilidad. El resto de las medidas tuvo por común denominador la capitalización directa de las instituciones, especialmente promovidas por la entrega temporal de la garantía estatal a los depósitos, sujeta al cumplimiento de programas específicos de mejoramiento patrimonial. Cabe hacer notar el importante efecto que sobre la capitalización del sistema bancario han tenido el novedoso mecanismo denominado "Capitalismo Popular" y las operaciones con pagarés de deuda externa realizadas al amparo del D.L. Nº 600 y de los Capítulos XVIII y XIX del Compendio de Normas de Cambios Internacionales del Banco Central de Chile. En efecto, entre los años 1985 y 1987, la banca recibió aportes de capital por \$ 200 mil millones, cerca de US\$ 800 millones, de los cuales el 59% correspondió al capitalismo popular y el 35% se concretó mediante la aplicación de los mecanismos de conversión de deuda antes señalados. Todo ello significó un aumento bruto de capital del sistema financiero del 60%, en ese período.

Como consecuencia de las medidas reseñadas, y del esfuerzo de las propias instituciones, que utilizaron sus excedentes operacionales en la constitución de provisiones, el patrimonio del sistema bancario mejoró substancialmente alejándose de

un cuadro de insolvencia. En efecto, según las estimaciones realizadas por la Superintendencia de Bancos, el patrimonio económico promedio del sector que era negativo en alrededor de 200% en la época más álgida de la crisis, superó en 7% al capital y reservas contable en diciembre de 1987. Vale decir, los activos riesgosos al descubierto que casi duplicaban el capital en 1984, se encuentran hoy resguardados suficientemente.

También se subsanaron las ambigüedades en materia de propiedad accionaria, ya sea mediante el uso de sistemas tradicionales de ventas y fusiones bancarias, y del ya mencionado "Capitalismo Popular", vía esta última que a través de un crédito fiscal difundió la propiedad de los Bancos de Chile y de Santiago -los dos bancos privados más grandes del país- entre cerca de 50.000 pequeños accionistas. El uso de este esquema se ha intensificado posteriormente en Chile y ha permitido hacer miles de pequeños propietarios, especialmente trabajadores, a la vez que ha dado un fuerte dinamismo al proceso de privatización de empresas estatales.

En todo caso, la labor rehabilitadora de la autoridad no se hubiese podido efectuar de no haberse contado con un ambiente macroeconómico apropiado para ello. El buen desempeño de la economía en el período 1984-1987, que hasta hoy perdura sin vislumbrarse un quiebre, fue un campo fértil para la implantación de las medidas y reforzó la acción central de la autoridad recuperando los negocios de los deudores e incrementando el valor de las garantías.

Los efectos de la recuperación han sido notorios, especialmente porque las soluciones a la crisis no inhibieron la gestión privada, prontamente han surgido nuevos negocios y oportunidades. Por su parte, la banca ha readecuado sus estructuras productivas, lo que en conjunto con los mayores niveles de actividad, ha incrementado la eficiencia de su gestión. Paralelamente, la política monetaria y fiscal han llevado las tasas de interés reales a niveles moderados, los que han resultado propicios para alentar la inversión.

En los últimos cinco años, el comportamiento de la gestión bancaria ha ido evolucionando hacia niveles razonables, los que resultan no despreciables en su comparación con mercados más desarrollados. Los volúmenes de intermediación han crecido a razón de 4,6% anual, asemejándose paulatinamente a la trayectoria de la economía. La tasa promedio real cobrada por los préstamos se redujo desde 18,4% anual a 3,4% y el costo de fondos lo hizo desde 27,5% a casi 0%, incluidos en este cálculo los depósitos a la vista. Los gastos de apoyo, que en 1982 representaron el 3,5% de los activos, en 1987 eran sólo del 2%, mientras que el riesgo o pérdida esperada de los activos, pasó desde 6,2% a 2,9% entre ambos años. Por último, los excedentes generados, que significaron un retorno sobre activos del 0,1% en 1982 subieron al 1,3% en 1987, lo que equivale a 18% del capital y reservas de la banca durante el último año mencionado.

Adecuación del marco legal

En verdad el trabajo de normalización patrimonial e institucional de la banca no concluyó cuando fue completado dicho proceso, sino que se realizaron además modificaciones substanciales a la Ley General de Bancos, de manera que la operación

del sistema incluyera la experiencia obtenida en el período recesivo y se establecieran las bases para el desarrollo futuro. Así, las grandes áreas a que apuntaron los cambios que se hicieron mediante la Ley N° 18.576, promulgada a fines de 1986, estuvieron destinadas a evitar la repetición de los hechos que desestabilizaron el sistema en el período 1982-1983, a promover el principio de los riesgos compartidos en el mercado bancario y a modernizar el funcionamiento de bancos para que éstos pudieran enfrentar mejor el futuro. Dentro de estos objetivos, un fuerte énfasis se ha puesto en promover la transparencia de las operaciones bancarias, eliminándose gradualmente el seguro a los depósitos; en dar incentivo a las capitalizaciones preventivas; en consagrar una supervisión estricta y eficaz por parte de la Superintendencia de Bancos, y en dar a la banca chilena la posibilidad a que acceda a las diversas formas de la banca de inversión, a través del establecimiento de filiales de su propiedad.

El futuro de la banca

La banca chilena ha jugado un importante papel en el desarrollo del país. En el futuro, dado el esquema económico adoptado y porque está superada la dura crisis de comienzos de la década, el sistema financiero está llamado a continuar siendo una pieza clave del progreso. El desarrollo económico se hará una realidad en la medida que los inversionistas privados vuelquen sus esfuerzos hacia los proyectos correctos, comprometiendo en ellos una cantidad adecuada de recursos y asumiendo riesgos ponderados. El banquero no deberá limitarse a proveer los recursos sino que también le cabe una participación importante en la selección de las inversiones.

Racionalización de costos

Como se ha señalado, no obstante los adelantos logrados, estimo que las instituciones financieras continuarán haciendo esfuerzos tendientes a hacer más eficiente la intermediación. Esta eficiencia deberá expresarse en gran medida en una reducción de costos que permita expresarse en gran medida en una reducción de costos que permita operar con "spreads" todavía menores y aun así generar ganancias. A mi juicio, la coyuntura se presenta favorable en este aspecto, pues en los últimos años hubo una serie de actividades excepcionales, que hoy están desapareciendo y las cuales habían requerido gran parte de los esfuerzos de los banqueros; pueden mencionarse algunas:

- El ordenamiento de la cartera de deudores derivado de la crisis, que ha incluido mejorías en el proceso de control, estudio de los casos críticos en las llamadas "unidades de normalización crediticia", y la reestructuración financiera de numerosas empresas.
- 2. La administración de los programas de ayuda del Banco Central. Entre estos programas se cuentan mecanismos como la venta de cartera riesgosa y los sistemas de reprogramación de deudas.

Desde luego, se liberarán muchos de los esfuerzos que requirieron estas medidas, por lo que ahora estarán disponibles para acentuar el rol propio de los bancos como los principales agentes intermediadores del país. Pero también comenzarán a disminuir los ingresos que ellas generaban, especialmente las ventas de cartera al Banco Central, las ayudas implícitas de las reprogramaciones y los crecimientos logrados con las adquisicones de carteras a bancos que fueron liquidados durante la crisis. Se presenta, pues, un desafío por alcanzar nuevos negocios que suplan dichos ingresos, todo lo cual actuará como un motor para hacer que la banca nacional sea más importante en el proceso de desarrollo.

Promoción del ahorro

En los últimos años se ha observado un mejoramiento de las tasas de ahorro, especialmente en comparación con lo que era tradicional en Chile. El mayor ahorro se ha debido en gran parte a la acumulación de los fondos previsionales que en una proporción significativa han sido captados por las instituciones financieras, destinándolo finalmente a créditos al sector productivo.

En verdad, los bancos han utilizado fuertemente el ahorro proveniente de los fondos de pensiones. Sin embargo, se deberá tener presente que el total de recursos acumulados en dichos fondos, si bien seguirán creciendo por muchos años, lo irán haciendo a tasas menores, llegando en algún momento a estabilizarse. Por otra parte, cabe considerar que están apareciendo cada día nuevos competidores que pretenden atraer los fondos previsionales, principalmente empresas productivas que obtienen financiamiento directo mediante la emisión de bonos.

Teniendo en cuenta estos dos aspectos, puede anticiparse que los bancos chilenos se esforzarán por hacer surgir nuevos mecanismos que permitan competir más intensamente por atraer ahorros. La competencia se desarrollará no sólo entre bancos sino que también con otro tipo de empresas. Así, por ejemplo, ha podido observarse en el transcurso de los últimos meses, cómo las propias administradoras de fondos de pensiones han entrado a competir agresivamente en el mercado de las cuentas de ahorro a plazo.

De esta manera, los bancos ya están trabajando en mejorar la calidad del servicio a los depositantes. No sólo se ha iniciado una carrera por ofrecer mejores servicios, sino que también resulta imprescindible pagar tasas de interés competitivas. Esto implica que la banca chilena destinará recursos a buscar la manera de minimizar los costos asociados a la administración de las captaciones.

En este país, la banca representa un canal decisivo en el proceso de ahorro-inversión. Los coeficientes de ahorro de las personas no cambian drásticamente de un año a otro y el gasto en inversión debe ir hacia proyectos eficientes. En la solución de esta encrucijada los bancos ocupan un rol complejo y el mercado es el encargado de encontrar el equilibrio entre ambas cosas. Sólo en la medida en que las instituciones financieras agudicen su creatividad para ofrecer instrumentos de ahorro novedosos, logren la confianza de los inversionistas extranjeros y perfeccionen su capacidad para enfrentar proyectos de inversión y negocios; en tal caso, esta ecuación será la más favorable para el país. En nuestro caso, la experiencia acumulada en un riguroso proceso de evaluación de activos y riesgos que ha inducido la supervisión en los últimos 8 ó 9 años, creo que será de gran utilidad en este sentido.

Nuevos negocios

Como se ha dicho, la competencia por las captaciones de fondos se ha agudizado y se proyecta un crecimiento de la competencia. En el lado de los activos bancarios, la situación es similar.

Las empresas más grandes han ido ganando acceso directo a los recursos financieros y, consecuentemente, los "spreads" de los créditos a ellas han disminuido. Por lo tanto, las ganacias que obtienen los bancos por las comisiones derivadas de la prestación de servicios están cobrando mayor importancia relativa. Este cambio, que constituye una tónica en el desarrollo del giro bancario en todo el mundo, es ya una realidad en países desarrollados de Occidente y se ha manifestado con suficiente intensidad en la banca chilena, especialmente en el caso de las operaciones de comercio exterior y la conversión de papeles de deuda externa, operaciones estas últimas que representaron alrededor del 22% de los excedentes bancarios de 1987. Dentro de este contexto, la actividad de servicios financieros que realizan los bancos a través de sus empresas filiales, de reciente aprobación, son nuevos negocios que compiten abiertamente con agentes no bancarios nacionales e internacionales.

Pueden precisarse nuevas actividades incorporadas a la banca y algunas que se están estudiando. Entre ellas hay que mencionar:

- La creación de agencias de valores filiales de bancos, que constituyen una extensión del área financiera y de servicio a clientes de la institución matriz. A través de estas empresas se abren las puertas al desarrollo de la banca de inversiones. Por este conducto se presentará un mayor grado de participación de los bancos en la asesoría de proyectos y en la colocación de instrumentos de financiamiento directos de empresas.
- La incorporación masiva de los clientes de los bancos al uso de dispositivos electrónicos como cajeros automáticos y equipos para consulta de saldos y estados de cuenta. Este proceso está dirigido a otorgar mejor servicio a los clientes y a reducir costos, especialmente mediante la constitución de sociedades administradoras de redes de cajeros automáticos compartidos por clientes de varios bancos. Dentro de este concepto caben los esfuerzos tendientes a poner en marcha terminales de puntos de ventas o tarjetas de débitos bancarios.

La mayor importancia que ha cobrado la utilización de tarjetas de crédito y la apertura de este servicio hacia un sector cada vez más amplio de la población, lo cual ha ido rápidamente cambiando los patrones de manejo de dinero de las personas.

La puesta en marcha de un sistema de comunicaciones financieras, que agiliza el envío de mensajes entre instituciones y que constituye un primer paso hacia la creación de un sistema de transferencias electrónicas de fondos y de intermediación electrónica de valores.

La mayor participación de los bancos en contratos a futuro por cuenta propia o de terceros, incluyendo contratos de compraventa de monedas extranjeras y contratos tendientes a disminuir los efectos nocivos de las variaciones en las tasas de interés.

- La inclusión del denominado "factoring" dentro de los servicios que ofrecen algunas instituciones y la introducción de la banca en las proyecciones que ofrece el "leasing", también por medio de filiales recientemente aprobadas por la Ley General de Bancos.
- La mayor injerencia de las instituciones financieras, directamente o a través de sus filiales, en la búsqueda y recomendación de proyectos a inversionistas institucionales y extranjeros, especialmente aquellas derivadas de las conversiones de deuda externa en capital accionario.
- Una creciente agilización del mercado de compra y venta de créditos, incluyendo una reciente iniciativa legal relativa a la creación de mutuos hipotecarios endosables, primer germen hacia el establecimiento de mecanismos de transacción de activos bancarios mediante su instrumentalizacion financiera ("Securitization").
- No se puede dejar de mencionar, por último, que hay muchos cambios también impulsados por el auge de las exportaciones del país y del comercio exterior en general. Esto ha obligado y obligará a los bancos a proyectarse hacia el mercado internacional y, sin duda, es posible pronosticar que las instituciones financieras darán gran prioridad al manejo de las operaciones de comercio exterior.

En resumen, se observan ya logros derivados de la competencia, de la visión de la autoridad financiera y del enfoque de mercado en general. En este contexto, estimo que la eficiencia y la innovación deberán continuar y ello dependerá en alta medida del éxito de las políticas de capacitación del personal.

Comentario final

En síntesis, no obstante las innovaciones y ajustes que aún deberá hacer la banca chilena en los temas recién mencionados, no cabe duda que, el sistema bancario continuará liderando en el financiamiento de las transacciones y la inversión de nuestro país, sobre todo atendido el grado de desarrollo todavía incipiente del resto del mercado de capitales. Más aún, estimo que intensificará su participación a través de diversos servicios propios de la banca de inversión. La mayor solidez patrimonial que actualmente exhibe la banca; los apreciables logros en materia de competitividad y la existencia de una regulación y supervisión más moderna y eficaz, dan mayores garantías de un papel satisfactorio y estable en este sentido. De este modo, estimo que la banca chilena continuará siendo crucial en el proceso de ahorro-inversión interno y contraparte válida para el inversionista extranjero y la apertura a los mercados internacionales.

XIV. PRIVATIZACION DE EMPRESAS EN CHILE

Expositor: Sr. Guillermo Letelier S. (*)

Hemos tenido la oportunidad de escuchar y comprender los alcances que, para nuestro país, ha tenido la reconversión de la deuda externa en el desarrollo económico nacional, en conjunto con otras medidas diversas que dan coherencia a la política que sostenidamente ha venido implantando el Gobierno de Chile.

Entre otras de estas políticas, insertas en el conjunto de medidas ya anunciadas anteriormente, corresponde hacer mención expresa al proceso de privatización que se ha desarrollado y continúa incrementándose cada día en nuestro país.

Durante la década del 80, el concepto de "privatización" forma parte integrante de las políticas económicas de cualquiera de los actuales gobiernos. El proceso es férreo en la conservadora Inglaterra; está en práctica en Francia y España, gobernadas por mandatarios socialistas y ha iniciado su aplicación en los países de la Europa Oriental.

De esta manera, la privatización de las empresas públicas ha rebasado las ideologías y se ha convertido en una necesidad de orden práctico.

En efecto, la empresa pública o estatal, bajo cualquier régimen político, por naturaleza, carece de la adecuada flexibilidad que le permita adaptarse rápidamente a las exigencias del mercado y, por ende, no logra niveles sostenidos de eficiencia. A nadie puede escapar el hecho de que, en muchas oportunidades, la empresa pública es utilizada para la consecución de objetivos ligados a las ideologías de las autoridades del momento, ajenas por completo a su finalidad empresarial. De allí que las empresas públicas exhiban normalmente dotaciones de personal hipertrofiadas y un crónico déficit operacional, que debe ser cubierto por todos los habitantes del país, sin distinguir si ellos son o no usuarios o compradores de los servicios y productos ofrecidos.

^(*) Ministro Vicepresidente ejecutivo de CORFO.

En el caso chileno, esta realidad quedó dramáticamente demostrada en el año 1973. En esa época, el Estado debió entregar subsidios a las empresas del sector público por un monto superior a los US\$ 500 millones de esos tiempos, con cargo al Presupuesto Nacional, mientras que el déficit fiscal llegaba al 24,7% del P.G.B. y la inflación que afectaba a los consumidores sobrepasaba el 500% anual.

Queda de manifiesto, entonces, que la ineficiencia de las empresas públicas tiene un alto costo para la economía, significando un deterioro de sus posibilidades de crecimiento y desarrollo. Y ello es particularmente más grave cuando todos sabemos que la economía mundial, caracterizada por su interdependencia, velocidad de cambio y transmisión de información, obliga a las empresas a desenvolverse en ámbitos altamente competitivos y muchas veces con barreras proteccionistas que con demasiada frecuencia se imponen por parte de los países más desarrollados.

Estas consideraciones condujeron a que al Gobierno Chileno decidiera transferir al sector privado todas aquellas empresas que no cumplen roles subsidiarios y estableciera políticas de gestión de empresas públicas, claras y estables, a fin de que las que permanezcan en el sector público, generen las utilidades que la inversión debe suponer.

Estas políticas forman parte de los esfuerzos que han conseguido que nuestra nación inicie un proceso sostenido de crecimiento económico.

Si bien la reconversión de la deuda externa ha logrado los resultados señalados por los anteriores expositores, ella no ha tenido sino una reducida incidencia en el proceso de privatización de las empresas del sector público chileno.

Efectivamente, las ventas de activos, acciones y derechos de las empresas públicas no han tenido sino marginalmente inversiones provenientes de la reconversión de pagarés de la deuda externa, la que se ha destinado a financiar nuevos proyectos industriales, mineros y forestales.

Este aserto se demuestra mediante el siguiente resumen de transferencias al sector privado:

- 1973-1975. Devolución de 360 empresas intervenidas y confiscadas a sus legítimos propietarios, asumiendo éstos la mayor parte de los pasivos generados durante el período de intervención o confiscación. Se calculó en US\$ 1.000 millones el patrimonio de esas empresas.
- 1975-1982. Venta por licitación pública, de 90 empresas y 16 bancos comerciales. El valor recaudado alcanzó a otros US\$ 1.000 millones, ya pagados íntegramente.
- 1985-1988. Venta, por ofrecimiento general al público de 27 empresas, la mayoría de gran tamaño. Aquellas que no fueron transferidas mediante el sistema de ventas a los trabajadores, ahorrantes o inversionistas pequeños, se enajenaron mediante un sistema de licitaciones públicas absolutamente transparente e informado. Se han recaudado alrededor de US\$ 700 millones y se espera recaudar otros US\$ 500 millones adicionales.

Cabe destacar, asimismo, que según estimaciones realizadas en 1973, el 50% del patrimonio físico productivo del país estaba directa o indirectamente en poder del Estado. También es del caso hacer presente que todas las enajenaciones realizadas por la Corporación fueron hechas, en su oportunidad, a precios de mercado convenientes. Ello hace más destacable el esfuerzo privatizador a partir desde esa fecha.

No obstante lo anterior, dicho esfuerzo no habría logrado fructificar sin adecuadas políticas de gestión implantadas por el Supremo Gobierno e impulsadas a través de las administraciones y directorios de las empresas del sector público, que regidas por las mismas normas legales y reglamentarias del sector privado han permitido generar utilidades por US\$ 246 millones durante 1986, sin considerar la gran minería del cobre, y, paralelamente, han reducido el déficit fiscal y han hecho más atractiva para los inversionistas y ahorrantes chilenos la compra de sus activos y acciones.

Sin embargo y respetándose el principio de igualdad que debe existir entre las normas que rigen al sector privado y al público, para el caso de los monopolios naturales, de cualquiera de esos ámbitos, se ha resuelto que ellos deben someterse a la legislación tarifaria y técnica promulgada por el Gobierno y quedan sujetos a instancias reguladoras y fiscalizadoras.

Al referirnos a la privatización es indispensable hacer mención a una importante herramienta que la posibilita: el capitalismo popular.

Dicho proceso es la difusión de la propiedad, básicamente, entre miles de pequeños inversionistas. Entre ellos se cuentan los trabajadores de las mismas empresas, pequeños ahorrantes e inversionistas, funcionarios públicos, etc., a los cuales se les ha proporcionado ingeniosos sistemas de acceso y financiamiento.

Tal es el caso de anticipar el pago del desahucio y de las indemnizaciones por años de servicio, que la ley confiere a todos los trabajadores, mediante la suscripción de acciones de las empresas más sólidas del país, con lo cual se alivian los egresos de la caja fiscal, se liberan recursos en las propias empresas y se aumenta la participación de esos trabajadores en su gestión y beneficios.

A fines de 1987 se habían incorporado a las empresas CORFO 90.000 nuevos inversionistas, entre los que se cuentan 25.000 trabajadores de esas empresas.

Es ilustrativo tener presente que a comienzo de 1986, los accionistas registrados en Chile eran 425.401.

El proceso de capitalismo popular se inicia mediante la emisión de acciones de pago de dos importantes bancos comerciales que, habiendo superado sus dificultades financieras, a través de este sistema ponen fin a la intervención de que eran objeto por la Superintendencia respectiva.

Esta extensión de la propiedad a un número creciente de chilenos, conlleva un mayor compromiso e identificación de ellos con el éxito del sistema económico basado en la iniciativa individual. De esta manera, se desconcentra la estructura económica y el país logra una mayor estabilidad en lo social, en lo político y en lo económico, pilares fundamentales de una sociedad libre y realmente democrática.

La participación de los fondos de pensiones, rigurosamente reglamentada y sometida a calificación y control de la autoridad, se inscribe en el Capitalismo Popular, al representar a casi 3.000.000 de afiliados. El nuevo sistema de pensiones, adquiere relevancia ante el hecho de que las pensiones ahora comienzan a ligarse a las expectativas de desarrollo económico, puesto que parte de los fondos recaudados están siendo invertidos en acciones y títulos de empresas privatizadas o en proceso de privatización. Por otra parte, los fondos de pensiones tienen ahora mayores alternativas para diversificar sus inversiones, las que están, como se dijo, minuciosamente reguladas por la legislación y reglamentación vigentes.

El Gobierno ha estimado, además, que la adquisición de acciones y títulos en el mercado de capitales favorece el ahorro interno. Esta parte de la estrategia de desarrollo nacional merece alguna referencia en función de la privatización y del capitalismo popular, ya aludidos.

La Bolsa de Comercio de Santiago y la Bolsa de Valores de Valparaíso, han recibido un gran impulso en sus actividades con la incorporación de los títulos de las empresas privatizadas y en proceso de traspaso y la inversión de los fondos de pensiones en dichos títulos.

Tal es así que, las transacciones bursátiles en 1973, alcanzaron a US\$ 12,7 millones aproximadamente. En 1987, las transacciones alcanzaron a US\$ 497 millones.

Ello ratifica que la privatización de las empresas del sector público no ha sido financiada con la reconversión de la deuda externa y es representativa del ahorro interno y de la confianza de los inversionistas nacionales en el esquema macroeconómico diseñado por el Supremo Gobierno.

La privatización y el capitalismo popular generan recursos que se utilizan en nuevos préstamos destinados a financiar proyectos privados de inversión en bienes principalmente de exportación y generadores de empleos estables. Otra parte, la de mayor importancia, se destina a mejorar la calidad de vida de los chilenos, especialmente la de los más pobres.

Como información de la fase de privatización iniciada en 1985, la hacienda pública ha recibido recursos que han contribuido fuertemente a mantener las cuentas públicas equilibradas, evitando contraer nuevo endeudamiento externo o generar procesos inflacionarios.

Por otra parte, la privatización cumplida impide a futuro que las pérdidas empresariales sean asumidas por la caja fiscal y por los contribuyentes.

La privatización de empresas públicas apunta indudablemente a una sociedad más libre, más participativa, más justa e igualitaria. Así lo ha entendido Chile.

XV. INVERSION EXTRANJERA DIRECTA EN CHILE

Expositor: Sr. David Aspinall (*)

En primer lugar, quisiera agradecer a los organizadores por haber invitado a Bond Corporation para contribuir en esta importante conferencia celebrada en Chile.

Hemos tenido una muy buena experiencia al trabajar con el gobierno de Chile y la comunidad financiera en este país, trabajo que ha producido la inversión directa, por parte de Bond Corporation Chile S.A., en la Compañía de Teléfonos de Chile S.A. Antes de proporcionarles detalles relacionados con esta experiencia, creo necesario ilustrarles sobre la estructura de Bond Corporation para que puedan entender cómo llegamos finalmente a invertir en el país.

Bond Corporation Holdings Ltd. es una sociedad inscrita en la Bolsa de Comercio de Australia. El área de negocios principal de esta empresa está en la fabricación de cerveza, medios de comunicación, propiedades y energía. El activo de la compañía matriz, al 31 de diciembre de 1987, era de US\$ 5.400 millones. El Sr. Alan Bond -Presidente Ejecutivo de la compañía- posee más del 50% de las acciones de la companía matriz Bond Corporation Holdings.

Bond Corporation International Limited es una subsidiaria de Bond Corporation Holdings y está inscrita en la Bolsa de Comercio de Hong Kong. Fundamos Bond Corporation International Limited para retener los intereses de los negocios internacionales de la compañía matriz. Sus negocios principales son las propiedades y los medios de comunicación. El activo de Bond Corporation International Ltd. al 31 de diciembre de 1987 era de US\$ 602 millones. Esta cantidad se ha incrementado con nuevas adquisiciones hasta completar casi US\$ 1.000 millones.

Tenemos ahora una nueva compañía aquí en Chile -Bond Corporation Chile S.A.-, que pertenece en 100% a Bond Corporation International Ltd., la cual se formó

^(*) Director y Gerente General de Medios Internacionales y Comunicaciones de Bond Corporation Holdings Limited.

en enero de 1987 con el expreso propósito de invertir en la Compañía de Teléfonos de Chile (C.T.C.). Bond Corporation Chile está actualmente capitalizada en US\$ 22 millones y tiene activos por US\$ 123 millones.

Bond Corporation Holdings, y sus compañías subsidiarias, están involucradas internacionalmente en los medios de comunicación alrededor del mundo.

Bond Media Ltd. -sociedad inscrita en la Bolsa de Comercio de Australia- es una subsidiaria de Bond Corporation Holdings Ltd., en donde ésta última posee más del 50% de las acciones inscritas. Bond Media Ltd. opera la mayor y más exitosa red televisiva de Australia, la Red 9. Sus servicios televisivos son vistos por el 59% de la población australiana. Opera también a "Sky Channel", el único servicio de televisión nacional por satélite, el cual provee programaciones exclusivas para hoteles, pubs, y clubs a lo largo de Australia y posee actualmente una audiencia diaria superior a los dos millones de personas a través de 3.600 conexiones. Además, Bond Media opera a Bond Radio -red extensiva de estaciones radiales metropolitanas y regionales diseminadas por toda Australia. El activo de Bond Media, al 31 de diciembre de 1987 era de US\$ 756 millones.

HK- TVB Ltd. es una sòciedad inscrita en la Bolsa de Comercio de Hong Kong. Bond Corporation International Ltd. posee allí el 29,53% de las acciones. HK- TVB Ltd. opera dos estaciones de televisión -una en idioma chino y la otra en idioma inglés- las que se han convertido en las estaciones televisivas más exitosas de Hong Kong. De hecho, en ciertas ocasiones, el canal en idioma chino llega a más del 90% de la audiencia en la Colonia. HK-TVB Ltd. opera, además, 39 negocios minoristas en el radio metropolitano y 35 tiendas de video minoristas a lo largo de Hong Kong y publica una amplia gama de revistas, incluyendo TV Week, la que posee una circulación superior a las 500.000 unidades semanales.

British Satellite Broadcasting Ltd. es otra de nuestras más recientes compañías. Ella se formó con el propósito de construir, lanzar y operar la primera transmisión mundial vía satélite. La Hughes Aircraft Corporation está construyendo actualmente en Los Angeles dos satélites que permitirán la transmisión directa a los hogares ingleses de tres nuevos servicios televisivos. ¿Por qué es tan único este sistema?: Porque se podrá recibir este servicio en una antena parabólica de sólo 12 pulgadas de diámetro. Los satélites serán lanzados en un cohete MacDonell-Douglas aproximadamente en agosto de 1989 y el servicio comenzará en octubre de 1989.

También poseemos -a través de Bond Media- el 24,9% de los intereses en TV-AM de Gran Bretaña que es uno de los principales canales ingleses que transmiten programación matinal. TV-AM está inscrita en la Bolsa de Comercio de Londres.

Finalmente, está Bond Group Communications Division que opera, actualmente, la mayor red privada de comunicación en Australia. Esta red está siendo extendida para operar en Hong Kong, el Reino Unido y los Estados Unidos.

Todo esto puede darles una idea de la participación de Bond Corporation Holdings en los medios de comunicación audiovisual a través del mundo. Nuestro Presidente -el Sr. Bond- se enteró del programa de privatizaciones en Chile durante su visita al mineral El Indio, el cual controla a través de St. Joe Gold Corporation. Después

de su regreso de Chile, el Sr. Bond me encargó investigar la privatización de la Compañía de Teléfonos de Chile. En consecuencia, viajé hasta acá, me entrevisté con Ministros de Gobierno, gente de negocios y con los ejecutivos de la C.T.C. Rápidamente me formé las siguientes opiniones:

- 1) C.T.C. es una compañía en la cual nos gustaría invertir, ya que encaja en la filosofía de nuestro programa de expansión de las comunicaciones a nivel mundial; y
- 2) Me impresionó mucho Chile, particularmente los sistemas comerciales, legales y gubernamentales que operan en el país.

A mi regreso a Hong Kong, con la documentación adecuada en mi poder, la que me fue entregada traducida por la C.T.C., informé que Bond Corporation Holdings International debería involucrarse en el proceso de licitación por la Compañía de Teléfonos de Chile S.A.

El proceso de licitación poseía dos requisitos. Primero, había que pre-calificar; y segundo, obviamente, había que presentar nuestra oferta final. A lo largo de dicho proceso, encontramos muy fácil el conseguir información por parte de la C.T.C., el gobierno y la comunidad financiera. Dicha información satisfacía nuestros propósitos y objetivos de inversión y encontramos, además, que el proceso de licitación era uno de los más abiertos que jamás hayamos presenciado en alguna parte del mundo. Por ejemplo, el 18 de diciembre del año pasado, cuando se presentaron las ofertas finales, se cerraron las puertas a las 11:00 A.M., se invitó al público a estar presente si así lo deseaba y cada oferta se abrió y leyó en detalle. Cada una de ellas fue grabada e inscrita en la minuta de la reunión -la que fue firmada por todas las partes para luego ser legalizada-. En otras palabras, se convirtió en un documento público. Fue en verdad un proceso muy abierto.

Cuando comenzamos a investigar cómo operaba el sistema del Banco Central, encontramos que existía una cantidad de reglas y disposiciones además de bastante documentación que completar. Sin embargo, nos dimos cuenta que el proceso era bastante simple, siempre que uno acatara las reglas y disposiciones y entendiera el sistema. Nuestra licitación estipulaba la entrada de nuestros fondos a Chile por medio del Decreto Ley N° 600; por lo tanto, no nos involucramos en los swaps deuda/capital bajo el proceso del Capítulo XIX.

Los consejos recibidos del Banco Central durante el proceso de licitación y subsecuentemente, fueron siempre de primera clase, aunque yo recomendaría a cualquiera que fuese a invertir en Chile, que estudie lo más posible, el sistema bancario. Como declaré con anterioridad, nosotros no tuvimos dificultades, pero a pesar de todo, toma tiempo el comprender el sistema, cómo trabaja el mismo, y cómo el inversionista puede usarlo sin tropiezos. Creo que esto se aplica a cualquier país del mundo en el cual se desee invertir.

En consecuencia, recomiendo a cualquiera que vaya a invertir en Chile, que seleccione un banco local de primera clase, capaz de asesorarle correctamente. Nosotros empleamos al Banco de Boston para tal propósito, y debo decir que, no solamente nos proporcionaron una excelente asesoría, sino que también coordinaron la transferencia de fondos, los subsecuentes swaps y el pago de fondos a CORFO de la manera más profesional. El motivo por el cual mencioné al Banco Central y al Banco de Boston radica en que yo encuentro que ellos dominan el área más crucial que el inversionista extranjero debe conocer en detalle al invertir en Chile.

Repito nuevamente, el sistema funciona expeditamente, siempre que se entienda cómo opera el sistema bancario y se sigan las reglas y disposiciones. Permítanme asegurarles que no tendrán ningún tipo de dificultades si siguen estos simples consejos.

Cuando se formó Bond Corporation Chile, a comienzos de enero de este año, tomamos la decisión de encargar el manejo de nuestra subsidiaria aquí en Chile a uno de
los ejecutivos principales de la compañía matriz -el Sr. Mark Babidge- que es el director
de Bond Corporation Chile y su jefe ejecutivo. El se ha trasladado a Chile con su familia
y tendrá su residencia en el país durante al menos dos años. Creemos muy necesario,
y en realidad forma parte de nuestra política, el asignar, en los países donde efectuamos este tipo de inversiones, a uno de nuestros principales ejecutivos con el fin de asimilar las prácticas comerciales de allí en el más corto tiempo posible.

Creemos también que es necesario no solamente venir e invertir en un país nuevo, sino también innovar en el país, con nuevas ideas y nuevas tecnologías, nuevas técnicas administrativas y entusiasmo para que el sistema funcione.

Mark Babidge ha sido elegido también Director de la Compañía de Teléfonos de Chile S.A. y representará a Bond Corporation en su Directorio. También estará involucrado en todas las políticas administrativas relacionadas con la operación de C.T.C.

Bond Corporation Chile tiene la intención de expandir y modernizar los servicios de comunicación chilenos. Creemos que se requiere de nuevos servicios comerciales en el país para asegurar la mantención del progreso económico que ha sido evidente en los últimos años. Es también esencial que estén disponibles las comunicaciones apropiadas para los chilenos, ya sea que los mismos vivan en la ciudad, áreas regionales o en las localidades remotas del país. Bond Corporation Chile entiende que el futuro está en las manos de aquellos que ven a este país como una sola entidad. Tal vez en el empleo de una mejor tecnología, y comprendiendo lo que se puede alcanzar en Chile, está la clave del éxito que Bond espera lograr.

Una vez más, déjenme asegurarles que estamos muy complacidos con nuestra inversión en Chile. Llegamos al país sólo hace ocho meses y ya nos sentimos como parte de la familia. Tenemos el control de la Compañía de Teléfonos a través de nuestros miembros en el Directorio y estoy seguro que Chile verá un gran mejoramiento en su sistema de comunicaciones.

Agradezco nuevamente a los organizadores de este evento la oportunidad de poder dirigirme a ustedes en esta jornada.

XVI. EL PAPEL DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS EN LA INVERSION EXTRANJERA EN CHILE

Expositor: Sr. Mario Corbo (*)

Las evidencias empíricas indican¹/ que aun en las economías abiertas y eficientes se observa una relación incremental capital producto aproximadamente igual a 4. Esto indica que para lograr una tasa de crecimiento del producto de 5% anual, como la lograda por la economía chilena en los últimos años es necesaria una tasa de inversión de 20%. Como se aprecia en las cifras del cuadro N° 1, en los años "normales" (1980, CUADRO N° 1

FINANCIAMIENTO DE LA FORMACION BRUTA DE CAPITAL

(Millones de pesos de cada año)

ESPECIFICACION	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Formación Bruta de Capital	225.623 (20,99)	289.037 (22,70)	139.863 (11,29)		257.982 (13,63)	353.215 (13,71)	474.128 (14,61)
Ahorro Nacional Bruto	149.071 (13,86)	104.577 (8,21)	26.250 (2,12)	68.245 (4,38)	-55.117	139.432 (5,41)	263.641 (8,12)
Financiamiento Externo	76.552 (7,12)	184.460 (14,49)	113.613 (9,17)	84.557 (5,43)	202.865 (10,71)	213.783 (8,30)	210.487 (6,48)

Las cifras entre paréntesis corresponden a porcentajes sobre el P.G.B. Fuente: Banco Central de Chile.

1981 y 1986) los ahorros nacionales cubren aproximadamente la mitad de estos requerimientos mínimos. Por otro lado, la evidencia empírica indica también que los factores que atraen inversiones externas son los recursos naturales del país, su experien-

^(*) Gerente Asesor de la Presidencia, Banco de Crédito e Inversiones.

^{1/} En un estudio reciente (World Economic Report 1987, The World Bank páginas 82 - 88), empleando cifras de 41 países en el período 1963 a 1985 se encontró que la relación incremental capital producto fue de aproximadamente 4 en las economías más abiertas y moderadamente abiertas, 5 en economías moderadamente cerradas y aproximadamente 7 en economías muy cerradas.

cia reciente respecto a la tasa de crecimiento del producto y su estabilidad política y económica. Chile parece reunir estos requisitos de ahorros internos con recursos externos. Estos se obtienen por tres vías principales:

- 1.- Créditos bancarios
- 2.- Créditos de Organismos Multinacionales
- 3.- Inversiones directas

A continuación se analiza la participación del Sistema Financiero Nacional en la obtención de recursos externos. A mediados de la década de 1970 se inició en Chile un proceso de liberalización del Sistema Financiero cuyos elementos principales fueron la eliminación de los controles cuantitativos sobre los créditos, la determinación de las tasas de interés en el mercado y la eliminación de las restricciones al endeudamiento externo. El proceso de liberalización pasó por una aguda crisis que proporciona valiosas enseñanzas para Chile y para países que contemplen liberar el funcionamiento del sistema financiero.

El informe anual del Banco Mundial correspondiente al año 1987 (página 120), refiriéndose a la experiencia chilena indica:

"Inmediatamente después de las reformas, la tasa anual real de interés subió a 127% bajando gradualmente a 44% en los tres años siguientes. Parte de la explicación para las altas tasas está dada por el hecho de que los ingresos de capitales permanecieron parcialmente restringidos hasta 1980, cuando se liberalizó el endeudamiento externo y, posteriormente, se estabilizó entre 20 y 30 puntos porcentuales. En el intertanto, los resultados de las empresas que producían bienes transables se deterioró debido a la apreciación del tipo de cambio real. Bajo el peso de una proporción creciente de préstamos en mora y estimulados por un reconocimiento creciente que una devaluación se haría necesaria, el sistema comenzó a cobrar tasas reales de 40% a principios de 1981. La crisis alcanzó su punto más álgido con la recesión internacional de 1982. Los créditos externos cayeron rápidamente, los capitales abandonaron el país, la demanda agregada cayó y el gobierno se vio forzado a devaluar el peso. Varios grupos y bancos entraron en falencia y algunos de estos últimos debieron ser rescatados por el Banco Central".

"Irónicamente, el defecto más serio de las reformas financieras chilenas fue que llegaron muy lejos. Faltó una supervisión adecuada al sistema financiero. No existía control alguno sobre la cartera de los bancos. Como resultado, la mayoría de los intermediadores financieros fueron adquiridos por algunos de los grupos. Estos grupos industriales - financieros utilizaron los recursos financieros controlados mediante la compra de un banco, ya sea para adquirir alguna de las empresas recién privatizadas o para expandir sus propias operaciones. Muchas empresas recién privatizadas tenían que usar recursos frescos para operar, modernizarse y expandirse. Un gran número se volvió no rentable a medida que el tipo de cambio real se apreciaba y tenían que recurrir a nuevo endeudamiento para permanecer a flote. Como resultado de lo anterior, cuando se presentó la crisis internacional de la deuda en 1982, Chile se encontraba ya en una crisis financiera profunda".

De la observación de estos hechos, en el informe se recomienda a los países que contemplan reformas al sistema financiero, un grado adecuado de supervisión y

abrir la cuenta de capitales sólo cuando las reformas del sistema financiero se hayan completado.

Esta traumática experiencia ha dado lugar a importantes cambios en el medio en que se desarrollan las actividades bancarias.

En primer lugar, se produjo el equivalente a un proceso de selección natural. Sobrevivieron los bancos, o los accionistas de los bancos, que tenían un menor porcentaje de su cartera irrecuperable. Más aún, los accionistas de estos bancos no han recibido ni recibirán dividendos hasta que no se complete el proceso de los créditos irrecuperables.

En segundo lugar, se perfeccionó el marco institucional tanto vía normas administrativas de la Superintendencia de Bancos como legales vía modificaciones de la Ley General de Bancos.

Respecto a las primeras, merece destacarse la obligación de constituir provisiones sobre la cartera de colocaciones según su nivel de riesgo. Para este efecto, los bancos deben clasificar sus colocaciones en cinco categorías de riesgo y constituir provisiones contra resultados del ejercicio con porcentajes de 0, 1, 20, 60, 90%. Esta clasificación es revisada periódicamente por la Superintendencia de Bancos.

Respecto a las segundas, a fines de 1986 se introdujeron importantes modificaciones a la Ley General de Bancos. Conforme a las nuevas normas, cuando un banco presente problemas de solvencia que comprometan el pago oportuno de sus obligaciones solamente se asegura la liquidez de depósitos y obligaciones a la vista (definido como plazo menor a 30 días) y los depósitos y captaciones a plazo a contar del décimo día que proceda al de su vencimiento.

Para estos efectos debe usarse la caja del banco y fondos que proporcione el Banco Central. A estos últimos la Ley les da la calidad de pasivos preferentes.

El Banco deberá proponer un convenio a los demás depositantes y si éste es rechazado, la Superintendencia procederá a decretar la liquidación forzosa de la institución. La Ley también establece que "a medida que existan fondos disponibles, podrá el liquidador, después de reservar los recursos para atender los gastos de liquidación, pagar a los acreedores que gocen de preferencias y distribuir el resto entre los acreedores comunes en proporción al monto de sus respectivos créditos".

Se exceptúan depósitos a plazo, en que el estado garantiza hasta el 90% de su monto con un máximo de 120 UF (aproximadamente US\$ 2.000) por persona en todo el sistema.

Se espera que estas normas agreguen el interés de los depositantes al de los accionistas y entes supervisores respecto a la solvencia de los bancos.

No existe en Chile el equivalente al F.D.I.C. (Federal Deposit Insurance Corporation) probablemente porque las autoridades han estimado que no se dispone de bases para calcular la prima de un seguro de depósitos. No se dispone del equivalente a las tablas de mortalidad que disponen las compañías de seguros de vida para calcular

sus primas.

A los anteriores resguardos se agrega el sistema que emplean los bancos en sus préstamos a largo plazo reglamentado en el Título XII de la Ley General de Bancos.

En efecto, estos créditos que en su mayor parte son destinados a la adquisición de viviendas se financian mediante la emisión de letras de crédito emitidas a igual plazo. Mediante este mecanismo los bancos fijan tasas de interés por todo el plazo del préstamo eliminando de esta manera un importante riesgo potencial de insolvencia.

Debe también tenerse en cuenta la clasificación de los instrumentos representativos de deudas emitidos por instituciones financieras que realizan mensualmente las administradoras de fondos de pensiones. Esta clasificación considera tres factores principales: endeudamiento, medido respecto al "patrimonio económico" definido como capital y reservas menos pérdidas no provisionadas; calce, medido separadamente por monedas y plazo y, rentabilidad, medida por el promedio de los últimos cinco años.

La clasificación determinada mediante estos tres factores principales puede ser rebajada si los llamados "indicadores dependientes" que miden principalmente la concentración de créditos así lo determinan.

La recuperación de la economía ha permitido una paulatina recuperación en los niveles de operación y rentabilidad de los principales bancos chilenos. Las obligaciones y depósitos en moneda nacional se han incrementado a una tasa real anual de 10,25% en los últimos cinco años. El Banco de Crédito e Inversiones logró en el ejercicio 1987 una rentabilidad de 81% sobre el capital promedio, la más alta del sistema. Contribuyeron a este buen resultado algunos factores que probablemente no se repetirán en el futuro, como una tasa de inflación mayor que la esperada, que hace más rentables las cuentas corrientes y las utilidades obtenidas en operaciones de prepago de deuda externa, pero creemos que fundamentalmente se explican por el empleo de algunas herramientas destinadas a optimizar la rentabilidad del Banco. Entre éstas merece mencionarse el uso de un detallado programa computacional que permite proyectar las utilidades del banco bajo diferentes escenarios, un modelo para asignar ingresos y gastos por oficinas, y un sistema de control presupuestario trimestral de gastos, por centros de costos.

Se procura, además, que los márgenes y cobros sean iguales o superiores a los obtenidos en un estudio anual de costos por productos. Este estudio se basa en la metodología desarrollada por los Bancos de la Reserva Federal de Estados Unidos conocida como Costos por Funciones. Se asigna a cada uno de los 49 productos que el banco ofrece los costos de personal, espacio, computación, materiales, etc. Estas estimaciones junto a mediciones de volúmenes de operación para cada producto permiten determinar costos medios.

Los costos por productos así obtenidos se emplean además para determinar la rentabilidad de los principales clientes.

Todo lo anterior permite suponer que los bancos nacionales podrán ser en el futuro una vía eficiente para la canalización de la banca comercial extranjera. Estas mismas consideraciones son válidas respecto a créditos obtenidos de organismos multina-

cionales de crédito.

Respecto a la inversión directa, la nueva Ley General de Bancos les permite constituir en el país filiales destinadas a efectuar operaciones que a juicio de la Superintendencia de Bancos complementen su giro.

Al amparo de estas normas el Banco de Crédito e Inversiones creó "Bancrédito S.A. Agente de Valores". Esta filial ha estado realizando las siguientes operaciones de apoyo a la inversión extranjera directa:

- a) Oferta de alternativas de inversión en Chile
- b) Búsqueda, negociación y redenominación de pagarés de deuda externa cuando el inversionista desea operar bajo las normas del Capítulo XIX.
- c) Asesoría y gestión de aportes de capital bajo la modalidad del Decreto Ley N° 600.

En sus operaciones en Chile la banca comercial pone a disposición de sus clientes servicios que facilitan el desarrollo de sus negocios.

En primer lugar, una red de oficinas que cubre todo el territorio nacional. En el caso del Banco de Crédito e Inversiones, esta red está interconectada en línea. De esta forma, una cuenta corriente en cualquiera de sus oficinas, permite al cliente efectuar operaciones a través de todo el país y disponer de sus fondos en el mismo instante en que se reciben. El Banco ofrece también su sistema en línea de cobranza de documentos.

Existe financiamiento en moneda nacional a tasas de mercado. Estas tasas son del orden de 7% real anual para operaciones de mediano plazo y de 9% real anual para operaciones de largo plazo.

Los bancos emiten boletas de garantía con tasas anuales de aproximadamente 4% y que las emplean aquellas empresas que deben garantizar el cumplimiento de algún contrato.

Realizan también en forma muy expedita las operaciones relacionadas con el comercio exterior, como créditos en moneda extranjera de pre y post embarque, cartas de crédito, liquidación de créditos externos y aportes de capital, cuentas corrientes en moneda extranjera, cobranzas externas y avales para créditos externos.

XVII. COMENTARIOS SOBRE MANEJO DE DEUDA EXTERNA DE CHILE: UN ANALISIS COMPARATIVO

Expositor: Sr. Francisco Garcés G. (*)

Antecedentes

El drama de la deuda externa iniciado en 1982 está comenzando su tercer acto, siguiendo un proceso evolutivo claramente demarcado, en que tanto las circunstancias económicas objetivas como los personajes que van cambiando con fluidez determinan el escenario. Pareciera cumplirse un ciclo de tres años en que el limitado entusiasmo inicial cede paso a una frustración global, por el precario avance, que luego pone en marcha fuerzas innovadoras, del lado acreedor y deudor oficial y privado¹/. El ciclo es movido por una suerte de "destrucción creativa" a la Schumpeter²/.

La entrada en la escena crítica de México a mediados de 1982, marca el punto inicial en el cual un país deudor importante y protagonista, en varias escenas posteriores, cae en un problema de liquidez o insolvencia debiendo suspender los pagos, lo que afecta drástica y prolongadamente los flujos financieros externos para toda la región latinoamericana, algunos países de Africa y contadas naciones de Asia.

Un ajuste violentísimo y unilateral de la economía de Estados Unidos por la vía monetaria, o sea limitación de oferta de medios de pago y alza abrupta de tasas de interés, para ajustar su economía y reducir un proceso inflacionario que había alcanzado dos dígitos llegando al 13% anual, por una parte, y el endeudamiento excesivo de países en desarrollo con economías vulnerables y caída en la relación de precios de intercambio por la otra, fue el detonante para la iliquidez o insolvencia.

Hay países latinoamericanos y africanos que han caído en la insolvencia; pero son los menos. Otros sufren de una iliquidez prolongada. Mientras más se demoraron

^(*) Director Internacional, Banco Central de Chile.

^{1/} Los sajones hablan de Muddling Through o Muddling In.

^{2/} Capitalism, Socialism and Democracy, J. Schumpeter, Harper Row 1962.

en reconocer el cambio de la situación económica internacional, siguiendo políticas compensatorias y postergando el ajuste vía estímulo a los flujos financieros externos, mayor fue el stock de deuda acumulada y la magnitud del servicio correspondiente con las nuevas y altas tasas de interés, que llegaron a sobrepasar el 20% para la tasa PRI-ME, derivados del ajuste vía instrumentos monetarios de la economía norteamericana.

La primera etapa (hands off) es un período que va de 1982 a 1985 en el cual predomina un doble enfoque de Donald Regan - Beryl Sprinkel que postula de la manera más pura y fría que el problema de la deuda es un problema exclusivamente privado de deudores y acreedores, el cual debe resolverse, además, comercialmente en el mercado, mediante negociaciones directas y sin intervención alguna de los gobiernos, especialmente, de aquellos de países acreedores. Por otra parte, los bancos acreedores en un ambiente recesivo, con escasas reservas y deseando mejorar su propia solvencia³⁴, plantean un esquema muy rígido de negociaciones con altos costos: tasa de interés, spread y comisiones, y esquemas similares para todos los países (steering committee, contratos complejos, gastos legales onerosos, exigencias de garantías estatales). A su turno, los deudores en una situación de desequilibrio e iliquidez presentaban una posición muy débil. El Fondo Monetario Internacional, bajo el liderazgo de De Larrosière, tuvo una actuación protagónica para dar apoyo y velocidad a las negociaciones y mantener los flujos financieros hacia los países deudores en grave emergencia, además de rescatar el sistema financiero internacional.

Esta primera etapa, no dio importancia al crecimiento o a las políticas de oferta, aunque indujo un intenso ajuste macroeconómico de corto plazo que operó drásticamente sobre la demanda global, en la balanza comercial y sobre la cuenta corriente. Cedió paso a una segunda etapa bien definida, que se inició en septiembre de 1985, en Corea⁴ y que se conoció como el Plan Baker. El nuevo Secretario del Tesoro, con su novel equipo de colaboradores, entre los que destaca David Mulford, anunció un plan con una visión de más largo plazo, en el cual se reafirmó la negociación caso a caso, se involucró más a los bancos multilaterales, en especial al Banco Mundial reformado, que complementó o sustituyó, en alguna medida, al F.M.I. en su acción catalizadora y de financiamiento. Se efectuó una selección de 15 países endeudados para aplicar el programa que prometió mantener flujos financieros a mediano plazo, a cambio de transformaciones estructurales tendientes a recuperar la solvencia o la liquidez, creciendo simultáneamente. Surgió también, dentro de esta etapa, un conjunto de instrumentos variados para el manejo de la deuda que transformó un "menú" de opciones que cooperaron a reducir el stock o el costo de la deuda o a hacer más expedita su negociación. Al término de este período, surgió un movimiento intenso hacia el aumento de las provisiones de los bancos acreedores, que permitió mayor flexibilidad en las negociaciones y más movimiento y volumen en los mercados de títulos de la deuda externa.

El tránsito a la tercera etapa está marcado por nuevas rondas de constitución de reservas o write off, y por el plan de reducción de la deuda externa de México -en el

^{3/} Trabajo de De Vries, Economic and Trade Adjustment in United States and other industrial countries and the LDC debt issue problems and prospects. Remmer De Vries, Chief Economist, Morgan Guaranty Trust Company, Tokyo March 29-30, 1988.

^{4/} Reunión Anual del F.M.I. y Banco Mundial en Septiembre de 1985.

^{5/} Ver Anexo Nº 1.

cual se cambia deuda antigua por deuda garantizada con Zero Coupon Bond emitidos por la Tesorería de U.S.A.-, conversiones de deuda y crecientes dificultades en los "dineros nuevos". Los elementos novedosos para delinear la nueva etapa son que la Tesorería se involucre directamente emitiendo los "Zero Coupon Bond", por cantidades sustanciales y que la aceptación sea más abierta, por parte de los acreedores, del valor de mercado de los títulos de deuda externa. Otro elemento digno de señalarse, es el avance en el cambio estructural de los países endeudados, que aunque heterogéneo es indudablemente significativo y permite a dichos países más holgura y una situación muy distinta de la extremadamente vulnerable en que se encontraban durante la primera etapa, a merced de los acreedores, lo cual termina por dar a los deudores una posición negociadora mucho más fuerte. El horizonte de solución del problema de sobreendeudamiento se vislumbra a más largo plazo, en consonancia con la experiencia histórica ocurrida a raíz de la depresión de 1930 en que la solución tomó 30 ó 40 años. Aun los deudores que han alcanzado pobres resultados y penden peligrosamente sobre el abismo, han desarrollado un mayor sentido de autoconfianza, parecen incluso. más cómodos en esa incómoda posición y han perdido el vértigo. Lo cual lleva a concluir que, además del esfuerzo de ajuste y de estímulo a flujos financieros, ha habido un importante proceso de aprendizaje y resignación, que puede capitalizarse en la tercera etapa de una manera amplia por la experiencia y holgura acumulada.

Dos orientaciones posibles se insinúan en esta tercera etapa, en que se percibe ya fatigaø o desilusión por el lento avance. La primera, apunta hacia un tipo de perdón parcial de la deuda (Debt Forgiveness o Relief)®, organizado oficialmente con participación de las instituciones multilaterales. Esta orientación está apoyada por muchos países deudores, algunos de los cuales desearían eludir la necesidad de ajuste estructural de sus economías, y por banqueros que cuentan con reservas muy significativas, o por académicos y políticos filántropos que estiman muy pesada la carga de la deuda y creen poder estimular la voluntad de pago. La otra alternativa que surge como orientación posible es la de que se fortalezca y amplíe el Plan Baker con un horizonte de tiempo mayor y más instrumentos para la administración eficaz de la deuda. En síntesis: más tiempo, más crecimiento, cambio estructural más intenso y controlado, y todavía mayor menú de instrumentos para manejo de la deuda externa.

Se vislumbra definitivamente como más probable la segunda alternativa, porque:

- 1. La situación económica y comercial global, incluida la de Estados Unidos, es razonablemente estable y progresiva⁸.
- La primera orientación, relativa a "debt relief", tiene varios problemas no resueltos y no se aprecia como absolutamente indispensable y urgente. Objetivamente, si carece de universal aceptación por los acreedores es, entonces, contradictoria al fin de recuperación de Creditworthiness y vuelta a mercados voluntarios⁹.
- 3. Los money center banks están aún en una situación delicada y el peligro de un

^{6/} El concepto "Debt Fatigue" se hace frecuente en comentarios sobre deuda externa.

^{7/} Anexo Nº 2

^{8/} Documentos del "World Economic Outlook" Abril 1988, F.M.I.

^{9/} An International Debt Facility? W. Max Corden I.M.F. Working Paper, February 12, 1988.

deterioro haría que su cooperación fuera muy limitada.

- 4. La contrición de uno de los principales deudores latinoamericanos que había incursionado fuera del esquema establecido ha restado presión financiera para el cambio de estrategia.
- 5. Existe oposición tajante de la Tesorería de U.S.A. y otros países industriales a un esquema de perdón de deuda, expresada muy directamente en el congreso de U.S.A. y en las recientes reuniones del Comité Interino y Comité de Desarrollo, debido a la transferencia masiva de riesgo de los bancos a los países acreedores e instituciones multilaterales. Por último, el horizonte de tiempo del actual Secretario del Tesoro es limitado para efectuar cambios.

De este modo, la alternativa más inmediata y probable es la segunda o sea la expansión del antiguo Plan Baker con mayor amplitud de tiempo, mayores recursos y un mayor impulso también hacia la transformación estructural de la economía de los países deudores. A esto apuntan la creación reciente de la Facilidad Estructural para países de bajos ingresos, la extensión a 4 años de la Facilidad Ampliada, la creación de una Facilidad Contingente que actuará de consuno con la Facilidad Compensatoria y el probable noveno aumento de cuotas del F.M.I. Por su parte, el Banco Mundial está aumentando en un 80% su capital, y eventualmente el B.I.D. también lo incrementará sustancialmente, junto a un proceso de reformas internas y de políticas de préstamo.

En consecuencia, un antecedente esencial que parece adquirir trazos de realidad futura es que en esta tercera etapa de la crisis de la deuda, tanto el esquema, los procedimientos y los ritos de las negociaciones se alterarán sólo para dar lugar a una visión de más largo plazo, con más flexibilidad y más instrumentos que configuren un menú de alternativas para lo cual, a vía de ejemplo, "la Regulation K", ciertas normas de supervisión y algunas pautas contables y tributarias están sufriendo moderadas alteraciones como complemento a lo anterior, en diversos países acreedores.

Posiblemente, en un futura cuarta etapa podría insinuarse una tendencia hacia programas moderados de "Debt Relief" afectos a condicionalidad, voluntarios y sustentados por instituciones internacionales, los que probablemente se apliquen a deudores que han cumplido adecuadamente las etapas anteriores y hayan avanzado suficientemente en la transformación estructural de la economía así como mantenido el pago oportuno de los intereses, y en general, cumplido con sus obligaciones internacionales.

Para que logre afianzarse la tendencia antes enunciada es necesario que la deuda se reduzca, de modo que el sobreendeudamiento que hubiera que eliminar sea más limitado y que los variados segmentos de acreedores de diversas áreas geográficas estén en mejor situación de afrontar un programa de esa naturaleza con niveles de reservas mayores.

Si pensamos que el escenario descrito tiene visos de realismo podemos seguir adelante y deducir algunas conclusiones y principios útiles, para aplicarlos al manejo de la deuda externa, en el presente y en el futuro, y para efectuar algunas evaluaciones comparativas de eficiencia de las políticas seguidas a nivel nacional y en América Latina.

Deuda externa de Chile, solvencia y credibilidad financiera

El Banco Mundial, en su reciente análisis sobre las Estadísticas Internacionales de Deuda Externa 1987-1988, sostiene al comenzar el sumario que "la esperanza de que el tiempo y las políticas de ajuste de los países deudores y el apoyo de la economía global reducirían gradualmente los problemas de deuda externa ha sido consistentemente frustrada". Luego dice: "la medida de solvencia de los países deudores, su posición, porfiadamente ha dejado de mejorar". Y, finalmente, agrega: "en los cinco años desde 1982 ningún país involucrado en restructuraciones de deudas ha reducido significativamente sus relaciones de deuda. La tendencia ha seguido la dirección opuesta".

Este aserto claramente no se aplica a Chile, especialmente si se cuenta con información fresca de 1987 y 1988. En el caso específico del país, hay un dramático mejoramiento de las cifras de deuda externa y de los indicadores de solvencia. En el caso general de otros deudores externos, la deuda ha continuado creciendo en los últimos 5 años entre 2 y 3% anual.

La deuda externa global, a fines de marzo, alcanzó a US\$ 18.760 millones y ha venido bajando constantemente a partir de fines de 1986, después de haber reducido substancialmente su ritmo de crecimiento en el período 1984-1986. Mucho más marcado aún es el descenso de la deuda de mediano y largo plazo con bancos e instituciones financieras, que bajó de 14,7 a 12,1 mil millones de dólares entre fines de 1985 y marzo de 1988. Cabe señalar también que la deuda del Sector Privado interno con el Sector Financiero externo declinó sustancialmente de 4,5 a 1,5 mil millones de dólares entre 1985 y marzo de 1988. Si observamos la deuda de corto plazo vemos que su magnitud se ha mantenido bastante por debajo de la que existía en 1981, 1982 y 1983, aunque con sesgo de alza desde 1986, pese a un aumento significativo del comercio exterior con posterioridad a 1984.

La deuda con organismos multilaterales como el B.I.D y el B.I.R.F. casi inexistentes en 1982 y 1983, ha ido ascendiendo gradualmente desde 1983 a razón de unos US\$ 400 a US\$ 500 millones anuales. Esta deuda es de largo plazo, con términos de tasa de interés moderada, pero en Unidades de Cuenta o Fondo Común de Monedas que debido a la fuerte caída del dólar genera pasivos adicionales, salvo que haya una cobertura a través de swap de monedas.

La deuda con otros grupos de acreedores como organismos gubernamentales, proveedores y otros acreedores se ha reducido ligeramente desde 1982 a 1988, pero con una baja más pronunciada hasta 1985, punto desde el cual ha comenzado a subir de nuevo hasta 1988. Este modelo de variación es muy parecido al que se observa en el corto plazo comercial, lo cual sugiere, en cierto modo, que desde 1985 en adelante, aparte de mayores demandas de crédito externo por la recuperación económica iniciada en 1984, comience a existir, paralelamente, una nueva y más positiva percepción de la economía chilena, que se traduce en la materialización de crédito efectivo a través de mecanismos voluntarios. Vale la pena subrayar este punto por cuanto este elemento de voluntariedad en el crédito externo demuestra una mejora en la percepción de la solvencia. Más aún, cabe agregar que parte sustancial de los aumentos de crédito comercial registrados a partir de 1985 no tienen garantía del Estado, de modo que se insinúa, más claramente todavía un aumento de la credibilidad financiera.

Otro elemento importante que determina la solvencia o la capacidad de pagar, aparte de la magnitud misma de la deuda y su estructura, es el costo del crédito10. En este aspecto ha habido mejoras sustanciales tanto en términos generales para la mayoría de los deudores como para Chile en particular. El costo real o tasa de interés real, definida como tasa flotante nominal ajustada por cambios en los precios de exportaciones, tuvo entre 1976 y 1980 un comportamiento negativo entre 2 y 8% para pasar luego a una situación fuertemente positiva de 12% y luego en 1982 superar el 20%11/. Finalmente, después de 1982 declina a niveles entre 10 y 15%, para finalmente hacerse ligeramente negativa en 1987. En el caso de países no importadores de petróleo, la tasa real fue moderadamente positiva en 1987 llegando al 2,5%12. Este hecho constituye un avance sustancial desde el período 1976-1980 y tiene un efecto muy importante no sólo en lo atingente a la capacidad para pagar, sino también en la posibilidad de reconstituir reservas, las transferencias al exterior, las limitaciones externas al crecimiento, la expansión económica, desempleo, atracción de otros flujos externos como la inversión extranjera, etc., todo lo cual contribuye a reforzar la percepción favorable de la performance económica y de la capacidad para pagar al exterior.

Para terminar estos comentarios quisiera mencionar ciertas relaciones de deuda externa con algunas variables económicas que dan una idea aproximada de solvencia (creditworthiness). La relación deuda externa total a Producto Geográfico Bruto que subió velozmente hasta 1985 baja de manera sustancial, desde 121% en esa fecha hasta 90% en 1988.

La relación deuda externa a exportaciones de bienes y servicios baja también a partir de 1985 de 4,4 a 2,6 veces y, finalmente, los intereses totales pagados a exportaciones que presentan similar evolución descienden de 41% a 23% en 1988¹⁹.

En 1991, los coeficientes de deuda arribarán a una cierta similitud con los de 1980, de acuerdo al Programa Macroeconómico de Mediano Plazo¹⁴.

Manejo de deuda externa

Tomando en consideración, por una parte, las realidades y tendencia del marco internacional de deuda externa y la situación específica de nuestra deuda, descrita en los párrafos anteriores, es posible analizar brevemente la trayectoria y dirección de esas negociaciones así como su posición comparativa en el ambiente latinoamericano.

 Chile se ha ceñido al marco institucional de negociaciones internacionales de deuda externa establecido por los principales acreedores, instituciones internacionales y deudores de América Latina, tanto en su liturgia como en sus ritos y procedimientos, tal como se expresó anteriormente, constituyendo una especie de "Free rider". En este sentido, ha habido acuerdos macroeconómicos con el

^{10/} Ver An International Debt Facility? W. Max Corden, Op. Cit. Discusión sobre elementos endógenos y exógenos de la solvencia. Entre los exógenos figuran prominentemente: términos de intercambio y tasa de interés.

^{11/} World Debt Tables, BI.R.F. 1987-1988 Pag. XV.

^{12/} World Debt Tables, B.I.R.F. 1987-1988 Pag, XV.

^{13/} Ver gráficos Nº 1, Nº 2, Nº 3 y Nº 4. Ver cuadros indicadores de deuda externa y solvencia, anexos Nº 3 y Nº 4.

^{14/} De acuerdo al programa macroeconómico de mediano plazo, bajo supuestos prudentes y basado en que las políticas económicas actuales continuarán en aplicación.

F.M.I., programas de créditos con los bancos multilaterales, Steering Committees de Bancos Acreedores, importantes firmas asesoras legales que profesan la sana creencia tradicional de que el tiempo es oro. Se ha dado, en todo caso, cumplimiento estricto a las obligaciones internacionales en todas las instancias¹⁵.

- 2. Paradojalmente, dentro del esquema rígido anterior, nuestro país ha desarrollado un enfoque creativo y eficaz en que se han diseñado innovaciones frecuentes en cuanto a instrumentos tales como cofinanciamientos del Banco Mundial, retiming, conversión de deuda, flexibilizaciones de contratos, etc. Adicionalmente, el país ha sido capaz en lo sustantivo de llevar a cabo un proceso de ajuste estructural de gran amplitud con notable rapidez y crecimiento económico sostenido.
- 3. Las diferencias con otros deudores del ámbito latinoamericano están principalmente en el estilo, contenido y resultados del manejo de deuda externa. El estilo de Chile ha sido directo, coherente, expedito y serio, eso ha limitado las demoras y lagunas observadas en otros casos. Los "detours" heterodoxos o las vías paralelas que practicaron otros países del área han probado ya ser inconducentes y enormemente costosos en términos económicos y sociales.

Luego, el contenido de la política de la deuda ha estado orientado por principios diáfanos, a los que luego aludiremos, mantenidos con perseverancia y que a la luz de la experiencia del último quinquenio han sido definitivamente acertados. Los resultados reconocidos sitúan al país entre los "top performers", en el grupo de los países del área por el avance rápido en el ajuste económico y en la sustancial recuperación de solvencia que observamos al comentar la situación de deuda externa.

La política de manejo de deuda tiene un precedente económico que no es común en otros países deudores del hemisferio y es el doble hecho de que las reformas económicas de gran visión desarrolladas intensamente a partir de 1975 habían saneado y modernizado la economía en el período previo a la crisis de deuda y, lo segundo, es que el desequilibrio que originó el sobreendeudamiento tuvo lugar en el sector privado mientras el sector público estaba en equilibrio y con excedente¹⁶². En casi todo el resto de latinoamerica fue el área pública la fuente de desequilibrio y sobreendeudamiento y las distorsiones económicas han sido asimismo más abundantes y permanentes.

Los principios o constantes orientadoras del manejo de deuda externa son, en síntesis, los siguientes:

 Seriedad y esfuerzo para efectuar los ajustes macroeconómicos de demanda y estabilización en el corto plazo y estructural en el mediano plazo, con énfasis en la eficiencia económica, el ahorro, la inversión y la exportación para equilibrar la

^{15/} Ver Mecanismos de Conversión de Deuda y la Estrategia Frente a la Restricción Externa: Blanca Bustamante y Francisco Rosende, noviembre 1987, Página 29.

^{16/} El sector privado venía sufriendo de graves problemas patrimoniales originados en el período 1966-1973 debido a reformas políticas de la estructura económica: Reforma Agraria y Estatización y para fluctuaciones en las políticas económicas e intensa inflación que llega al 500% o más en 1973. En el período 1975-1980 debió hacer frente a un fuerte cambio estructural de la economía inducido por reformas económicas liberalizadoras. Luego en el período 1981-1983 debe hacer frente a la recesión internacional.

economía y permitir el efectivo funcionamiento de los mercados; reducir la dependencia de ahorro externo y fortalecer el sector externo o transables.

- 2. Actitud profesional y cooperativa con instituciones internacionales y acreedores vs. confrontación y ruptura.
- 3. Visión dinámica creativa vs. posición estacionaria y derrotista frente al problema y vías de solución de la deuda. Se han descartado soluciones mágicas o grandes esquemas irreales. Se ha preferido utilizar prontamente una variedad de oportunidades e instrumentos que se generan en los mercados internacionales, en la relación con las instituciones internacionales y en el área oficial. En verdad como señala George Gilder: "El progreso material es imposible de predecir, los acontecimientos más importantes ocurren en un límite en que las cosas empiezan a escapar ligeramente del control para siempre" 17.
- 4. Búsqueda coherente del objetivo de vuelta gradual a los mercados de capitales voluntarios mediante la restauración de la solvencia y la integración gradual con los mercados financieros y no financieros.
- 5. Cumplimiento estricto de los compromisos alcanzados y de las obligaciones financieras durante el quinquenio desde el inicio de la crisis financiera.

La secuencia de negociaciones se inició en 1983 dentro de un marco rígido, con escasa diferenciación entre países deudores y con agudísimos problemas de liquidez o financiamiento y han terminado en la primera semana de este mes luego de 5 episodios de negociación con la banca acreedora y 2 con el Club de París, paradojalmente centrados en reducir el gravamen de los términos financieros de spreads a 13/16 y en flexibilizar y dar uso a posibles holguras de reservas internacionales¹⁸.

Vale la pena detenerse en la última fase de la sucesión de negociaciones, que acuerda el "reprincing" a los niveles más bajos, así como las flexibilizaciones para reducir deuda, acercarse a mercados voluntarios y permitir un manejo de pasivos más activo.

El Banco Mundial nos dice en su reciente informe sobre deuda externa 1987-1988, que los desarrollos durante 1987 "condujeron a un reconocimiento creciente de la necesidad de ampliar el número de instrumentos disponibles para manejar los problemas de deuda externa y evaluar la forma en la cual los instrumentos existentes están siendo usados".

Considerando el juicio recién citado del Banco Mundial, el reciente Acuerdo de Chile con la banca internacional no puede ser más oportuno puesto que da la posibilidad de valerse de nuevos instrumentos existentes o por aparecer para reducir la deuda externa, estimular nuevos flujos más conocidos a través de los mercados de futuros de tasas de interés y de la diversificación de monedas.

Un conjunto de instrumentos novedosos a emplear en el manejo de la deuda se-

^{17/} Wealth and Poverty, George Gilder, Basic Books Inc.

^{18/} En Anexo Nº 5 se describe cada etapa de las negociaciones.

rá el que emane del punto de acuerdo reciente con la banca internacional llamado "Lien Basket" que es un canasto que permite dar garantías a operaciones financieras por hasta US\$ 150 millones para hacer uso de instrumentos de fijación o protección de variaciones en tasas de interés donde están surgiendo nuevas oportunidades de operación en mercados dinámicos e innovadores. Otra área será la de monedas donde también la variación de tasas cambiarias aconseja actuar para diversificar o reducir el riesgo de variaciones en mercados cada vez más sofisticados y profundos.

La inestabilidad del sistema monetario internacional derivada parcialmente de la flotación de las principales monedas y de enormes movimientos de capitales, muchas veces desestabilizadores, en el corto plazo; todo esto acompañado de un proceso creciente de liberalización cambiaria y de capitales, hace que las instituciones y países vinculados a las transacciones internacionales sean más vulnerables en sus "exposures" relativos a tasas de interés y tasas de cambio.

Existen diferentes actitudes, frente a la cuestión de cubrirse o no para esta exposición al riesgo de tasas de interés y monedas. La posición tradicional ha sido que en el largo plazo los efectos positivos o negativos sobre los flujos de caja se compensan. La actitud actual es que debe recurrirse a los instrumentos que ofrecen los mercados para cubrirse de riesgo y minimizar la incertidumbre referente a esos flujos de caja, de modo que la exposición a los riesgos financieros debe ser manejada con los instrumentos de mercado disponibles.

Una alta volatilidad en tasas de interés y de cambio puede tener un fuerte impacto en los flujos de caja de un país o una institución si tendencias no previstas persisten desfavorables por períodos prolongados. En estas circunstancias y siendo virtualmente imposible proyectar el movimiento futuro de tasas de interés y tasas de cambio mantener importantes posiciones descubiertas se transforma en un juego de azar pasivo¹⁹.

Hasta hace un tiempo, el Banco Central sólo hacía un manejo intenso de activos internacionales, vale decir, de sus reservas en moneda extranjera. A partir del año pasado, ha dictado normas para permitir la operación en mercados a futuro, efectuar caps, collars, opciones, etc. respecto a tasas de interés y a realizar swaps y futuros de monedas e incluso protegerse del riesgo inherente en los mercados de productos.

Estos hechos marcan, también, el comienzo de una política gradual de hacer uso de todos los instrumentos que ofrecen los mercados internacionales, para manejar los pasivos externos derivados de la deuda. Este campo de innovación en el manejo de la deuda externa es un área y reconocida como tal por el Banco Mundial y otros organismos internacionales y debiera ser un tema de interés y cooperación con los países deudores por parte de la banca internacional acreedora.

Ciertamente, estos no son instrumentos que resuelvan el problema del agudo sobreendeudamiento, pero en conjunto con una amplia gama de instrumentos adicionales que forman parte de un menú de alternativas pueden contribuir a mitigar sustanciales diferencias cambiarias o mayores egresos y pagos por tasas de interés que puntualmente puedan dispararse al momento de su fijación. A vía de ejemplo, la diferencia

^{19/} Currency and Interest Rate Hedging, Torben Juel Andersen, Prentice Hall, 1987.

cambiaria producida entre 1985 y 1987 fue más de US\$ 1.000 millones para el país y de otro lado sabemos que un punto de diferencia en la tasa de interés variable corresponde a US\$ 160 millones.

La ventaja de estos instrumentos financieros que ofrecen hoy los mercados internacionales es que hacen más predecible y racional el manejo de la deuda externa. En consecuencia, pueden obtenerse importantes economías en transferencias de divisas al exterior, producto de variaciones o turbulencias en las tasas de interés o en las tasas de cambio.

Una estrategia amplia, referente a manejo de pasivos, debería comprender diversificación de monedas, protección contra variaciones de tasas de interés, diversificación de tasas de interés en tasas fijas y variables y, más adelante, variedad y selección de instrumentos de pasivos y diversificación en cuanto a plazos de deuda. Finalmente, la estrategia conjunta en manejo de pasivos y activos, debiera integrarse de suerte que cumpla los mismos objetivos de reducción de diversos tipos de riesgo: limitar costos y asegurar la solvencia y la estabilidad en las relaciones externas²⁰.

Programas de conversión de deuda: Similitudes y diferencias

Se está convirtiendo en uno de los platos de fondo del menú de deuda en Chile y es sólo "Petite Bouchée" -para usar una imagen gastronómica- en otras economías endeudadas.

Una reciente publicación del Banco Mundial expresa respecto a Conversión de Deuda: "Alrededor de 12 países altamente endeudados han aprobado normas de conversión de deuda externa en inversión directa". A continuación señala: "El programa chileno de conversión de deuda se mantiene como el más amplio, el mejor establecido y como el esquema de mayor flexibilidad de cualquier país en desarrollo"²¹/.

Hasta fines de marzo, la reducción de deuda externa en Chile alcanzó a US\$ 3.822 millones si se considera la cifra realizada y US\$ 4.087 millones si se toma en cuenta la magnitud autorizada. Este total representa el 28% del saldo de la deuda inicial elegible con la banca privada internacional. La suma que corresponde propiamente a conversión de deuda fue de US\$ 2.887 millones. Vale la pena señalar que los montos anuales convertidos se han venido acelerando considerablemente en los últimos años: en 1985, US\$ 194 millones, en 1986 US\$ 684 millones y en 1987 US\$ 1.532 millones. Para el año 1988 se estima un monto de US\$ 1.500 ó 1.600 millones. Hacia el futuro pensamos junto a analistas internacionales que todavía existe espacio y horizonte de tiempo de mediano plazo, 3 ó 4 años, para continuar significativamente estas operaciones, mientras se logra consolidar la solvencia y acceso amplio y voluntario a los mercados de crédito internacional, momento en que debería tender a anularse el descuento de modo parecido a lo ocurrido en Turquía y Corea. Es conveniente, por tanto,

^{20/} Lester Siegel and Richard Buzaroli. The Role of noise in LDC Growth, B.I.R.F.

^{21/} Market-Based Menu Approach Debt Management and Financial Advisory Services Department. January 1988, B.I.R.F. Pag. 47.

Conceptos análogos se expresan en la publicación del F.M.I: Debt Equity Swaps, Peter Blackwell and Simon Nocera, Noviembre 12, 1987. Página 5.

aprovechar el lapso disponible y las ventajas comparativas del Programa de Conversión de deuda chileno para efectuar volúmenes sustantivos de operaciones que contribuyan al objetivo fundamental de reducir el stock de sobreendeudamiento y limitar el pago de interés en el corto y mediano plazo. Así, podremos reducir el requerimiento de financiamiento externo en los años inmediatos y aproximarnos más rápidamente a acceder a los flujos voluntarios de créditos externos. Los que ya se obtienen en un carácter limitado.

Una mirada comparativa a los principales esquemas de conversión de deuda establecidos nos lleva a las siguientes conclusiones:

- Los principales países endeudados que operan este tipo de programas de reducción de deuda son: Chile, Brasil, México, Argentina y Filipinas. Con montos operados estimados, por personal del F.M.I., de: US\$ 2,7, 1,9, 1,8, 0,2 y 0,13 mil millones entre 1983 y 1987^{22/2}. Se proyecta hacia el futuro, para estos países y otros que se incorporen, montos de 3 a 5 mil millones anuales de operaciones de conversión.
- 2. Las diferencias más significativas entre Chile y los otros países mencionados en cuanto a las operaciones de conversión de deuda son, curiosamente, exógenas a la estructura de los programas de conversión mismos y están en relación directa con la política económica y de inversión extranjera y con la base macroeconómica. Siendo las operaciones de conversión de deuda, básicamente de mercado, es prerrequisito importante, el que las políticas económicas sean de mercado con un elemento de apertura económica y que en la base económica existan los equilibrios fundamentales. Es necesaria también una política y legislación de inversión extranjera no discriminatoria, amplia en cuando a áreas de inversión y expedita en materia operativa.

Todos estos elementos que afectan los mercados cambiarios, las oportunidades de inversión y la rentabilidad se encuentran en Chile materializados a niveles razonables y con permanencia; en cambio, en otros países deudores existe una incertidumbre mayor y el avance hacia el equilibrio macroeconómico ha sido más lento o bien lamentablemente no existe, ocurriendo más bien una retrogresión notoria.

3. El grado de selectividad de objetivo aplicado a los esquemas de conversión da lugar también a prácticas diversas y a diferenciación. El sistema de conversión chileno no tiene selectividad de modo que la asignación de recursos se produce vía mercado. En la totalidad de los otros países: México, Brasil, Argentina y Filipinas existen mecanismos de selectividad vía descuento o vía exigencias de dinero fresco aparte de que hay algunas áreas de la economía de esos países que permanencen cerradas a la inversión extranjera, como el sector financiero por ejemplo. La asignación de recursos o distribución vía mercado de los proyectos ha probado ser buena, sin necesidad de aplicar selectividad que muchas veces es arbitraria y entraba las operaciones²³.

^{22/} Op. Cit. Debt Equity Swaps F.M.I.

^{23/} Existe información, encuestas y estudios no publicados de la Dirección de Operaciones y la Dirección Internacional del Banco Central de Chile.

- 4. La discrecionalidad y burocratización interagencias públicas juega un rol distinto en cada uno de los países comentados. En Chile sólo el Banco Central decide de acuerdo con un conjunto de normas que limitan, hasta donde ha sido factible, el poder discrecional. En varios países la institución rectora es más política como el Ministerio de Hacienda y coexisten además múltiples ventanillas de variados organismos públicos.
- 5. Finalmente, otros elementos comparativos son los mecanismos de restricción a las remesas de capital o utilidades y la captación de parte de los descuentos. Aquí observamos un denominador común a todos los programas de conversión. Prácticamente todos los países restringen la salida de flujos en moneda extranjera al exterior durante los primeros años. Ya se trate de una restricción total temporal o de una limitación al monto remesado, simulando de una manera u otra el comportamiento de flujos de las restructuraciones de deuda externa y el imperativo de prescindir de New Money por la parte de exposure convertido a inversión. En este sentido, no concordamos con una modificación en la restricción de plazos de remesas tendientes a rebajarlos²⁴. Tampoco parece del todo recomendable la "conversión serial" vis a vis el procedimiento caso a caso, por cuanto la conversión serial implica mayor automaticidad en las aprobaciones, menor control del objetivo de inversión y del inversionista y una suerte de patente para efectuar operaciones de conversión durante un período prolongado.

Para ir en procura de la captación de descuento se recurre en los diversos países: a licitaciones, al mercado de capitales interno que fija descuentos a los instrumentos de deuda internos dados en canje de las obligaciones externas, a comisiones privadas o públicas y a escalas de descuento selectivas oficiales.

Hasta ahora en cuanto a mayor cobertura el programa de conversión de Chile es uno de los pocos que registran una amplitud más allá de las normas originales²⁵:

Fondo Conversión (Anexo N° 2) para compra de títulos de renta fija y variable. Capítulo XVIII (Anexo N° 4) para empresas en dificultades patrimoniales. Capitalización directa D.L. N° 600 Artículo N° 2 E.

Moraleja

En materia de manejo de deuda y desarrollo de instrumentos es necesario proceder con perseverancia, coherencia y creatividad prudente. No es posible devorar la gallina de los huevos de oro y, simultáneamente, multiplicar su postura.

En consecuencia, es fundamental mantener la confianza interna y externa para avanzar y salir definitivamente del túnel después de contemplar la luz.

^{24/} Respuestas a sugerencias presentadas por el Sr. Ross de Chemical Bank durante la conferencia. Su propuesta fue reducir plazos de remesas de utilidad y capital y autorizar la conversión serial.

^{25/} Existe un fondo de inversión vía conversión autorizado y dos en proceso de autorización (entre 20 y 30 millones de dólares cada uno).

ANEXO Nº 1

INSTRUMENTOS FINANCIEROS UTILIZABLES EN PROGRAMAS DE REESTRUCTURACION

Desde que se iniciaron los programas de reestructuración de la deuda externa de los países latinoamericanos con la banca acreedora comercial, se han creado y utilizado en las negociaciones diferentes instrumentos financieros con gran diversidad de características y objetivos. Entre estos instrumentos, los más conocidos que se pueden mencionar son los siguientes:

1.- Préstamos de dinero nuevo o de balanza de pagos

Estos créditos no voluntarios para la banca, han constituido una de las fuentes de financiamiento más importantes para los países deudores y se estima que continuarán siendo un componente esencial en los futuros paquetes financieros. Tales créditos son otorgados a los gobiernos de los países deudores y la participación de los bancos comerciales se ha determinado como un porcentaje de sus exposures a una fecha determinada. Su nombre deriva del hecho que estos préstamos constituyen recursos adicionales que la banca debe proveer a objeto que los países deudores puedan financiar las brechas que se producen en sus balanzas de pagos y ayudar para que el servicio de sus deudas sea efectuado regularmente.

2.- Préstamos comerciales de corto plazo

Este tipo de financiamiento se caracteriza por apoyar el desarrollo del comercio exterior de los países deudores permitiendo su funcionamiento en forma normal. Por estar relacionados con el comercio exterior, ser de corto plazo y haber mantenido regularidad en su pago, estos créditos no han experimentado mayores cambios respecto a la operatoria que tenían antes que se iniciara la crisis de la deuda externa, constituyéndose en una de las fuentes de financiamiento permanentes para los países deudores. Por su parte, estos préstamos le han permitido a la banca comercial acreedora financiar importaciones y exportaciones de sus clientes finales (incluidos aquellos del sector privado) a través de sus corresponsales nacionales. Generalmente, los gobiernos de los países deudores han tenido que garantizar este tipo de financiamiento.

3.- Préstamos para proyectos

Como su nombre lo indica, estos préstamos van asociados al desarrollo de un proyecto específico y les permiten a los bancos comerciales canalizar fondos a los sectores público y privado, pudiendo considerarse que los retornos de ellos son más seguros e identificables, a la vez que, estimulan las importaciones de bienes de capital o de inversión.

4.- Préstamos con co-financiamiento garantizado por el Banco Mundial

Los gobiernos de los países deudores pueden recibir estos créditos, otorgados por los bancos comerciales acreedores, garantizados total o parcialmente por el Banco Mundial. Estos financiamientos se asemejan a los créditos de balanza de pagos o de dinero nuevo sólo que, como se dijo, los préstamos con co-financiamiento están garantizados lo que le permite mejorar el riesgo a la banca acreedora.

5.- Préstamos con co-financiamiento de organismos que fomentan las exportaciones

Este instrumento financiero es similar a los préstamos para proyectos, sólo que en este caso los recursos son otorgados por los bancos comerciales y por los organismos que fomentan las exportaciones (por ejemplo el Eximbank de Japón). También puede darse la situación que los fondos sean proveídos únicamente por la banca y garantizados, total o parcialmente, por el organismo en cuestión.

6.- Bonos de dinero nuevo

Considerando que un bono tiene características propias que le dan mayor seguridad a los bancos comerciales, muchos de esos bancos encuentran más atractivos los bonos de dinero nuevo que las participaciones en créditos sindicados, como vehículos de recursos adicionales a los deudores. Fundamentalmente, los bonos le entregan a la banca algunas ventajas que pueden permitirle exigir ante el país emisor su pago oportuno.

7.- Bonos de salida (Exit bonds)

A los "exit bonds" se les conoce como instrumentos de participación alternativa. Fueron usados por primera vez en la reestructuración de Argentina en 1987. Estos bonos les permiten a los bancos acreedores con bajos exposures, eludir sus obligaciones de participación en futuros créditos de dinero nuevo. A cambio de ello, la banca debe aceptar, en dichos bonos, tasas de intereses bastante bajas.

8.- Pagarés o bonos convertibles en capital local

Estos bonos o pagarés en moneda local facilitan la negociación de swaps de deuda a capital, ayudando a reducir la carga del servicio de la deuda y estimulando la actividad doméstica. Recientemente Bolivia convirtió unos US\$ 40 millones de su deuda a bonos de inversión en moneda nacional, a 25 años, para futu-

ros swaps a capital.

9.- Bonos con garantía colateral

Este instrumento le permite a los países deudores rescatar deuda actual a descuento con la inversión de bonos que se garantizan con otros instrumentos financieros de mejor riesgo emitidos por otros gobiernos. Estas operaciones constituyen un swap de deuda a bonos. México ha sido el país que usó este tipo de instrumento a principios del presente año.

10.- Conversiones de deuda externa

El objetivo principal de los programas de conversión de deuda es la reducción de la misma, y a la vez, bajar la carga del servicio de intereses. Este instrumento adopta distintas características dependiendo del país que lo aplica. Este mecanismo permite transformar los papeles de deuda externa existentes en bonos o capital denominados en moneda doméstica, o, en algunos casos, simplemente en moneda local.

11.- Capitalización de intereses

Se estima que un acuerdo de capitalización de intereses entre los países deudores y la banca comercial puede ser apropiado en algunos casos, particularmente cuando se trata de deudores pequeños. Al aplicar este instrumento se reduce directamente el servicio de intereses.

12.- Onlending

El onlending es un instrumento que le permite a los bancos comerciales canalizar fondos a usuarios finales específicos (la mayoría del sector privado), bajo las cláusulas acordadas en los convenios de los créditos de dinero nuevo otorgados a los gobiernos de los países deudores.

13.- Relending

Al igual que en el caso del onlending, este instrumento permite a la banca comercial transferir recursos a sus clientes, generalmente del sector privado, bajo los términos de los convenios de reestructuración firmados con los gobiernos. En ambos casos, estos instrumentos ayudan a la mencionada banca a mantener y desarrollar las relaciones financieras con sus usuarios.

14.- Retiming

Consiste en acordar un cambio en la periodicidad de pago de intereses de la

deuda externa. Este instrumento genera en los países deudores un alivio en sus pagos, por una vez, solucionando problemas transitorios de caja en moneda extranjera. Este procedimiento fue aplicado por Chile en su negociación de 1987, cambiando la periodicidad de pago de los intereses de semestral a anual.

ANEXO N° 2

PROPUESTAS DE ALIVIO AL PROGRAMA DE LA DEUDA EXTERNA

Considerando la gravedad que alcanzaron los problemas de la deuda externa alrededor de 1983, surgió una gran variedad de propuestas que tienen como objetivo aliviar esa situación. Los programas se han dividido entre aquellos cuyas soluciones aumentan la deuda y aquellos planes que favorecen las soluciones que la disminuyen.

En el primer caso, la crisis de la deuda se considera más como un problema de liquidez de los países deudores, que podría ser fácil y eventualmente solucionado con un incremento en el flujo de préstamos a dichos países.

Al contrario, los esquemas que abogan por reducir la deuda enfocan el problema como de solvencia de los deudores. Sus partidarios argumentan que sin dar un alivio a la carga del servicio de la deuda muchos países serán incapaces de recobrar su potencial financiero. Agregan que los países deudores y sus acreedores deben negociar bajo una apropiada supervisión internacional y creen que mediante estos acuerdos los países recuperarán el crecimiento, mejorará la economía global y ofrecerán a los bancos la posibilidad de, eventualmente, recuperar una mayor proporción de sus préstamos que si continúan exigiendo el repago total.

Plan Lord Lever (Ex Ministro Británico)

Su propuesta fue dada a conocer en 1983 y abogaba por un incremento en los créditos oficiales garantizados por agencias de préstamos a la exportación. Las características de su plan indican que corresponde a una solución vía un incremento de la deuda.

Plan Peter Kenen (Profesor de la Universidad de Princeton) y Félix Rohatyn (Ex Gerente de la Corporación de Asistencia Municipal de Nueva York)

Este programa también fue sugerido en 1983 y proponía la creación de una nueva agencia que tomara a su cargo las solicitudes de los bancos comerciales y tuviera la responsabilidad por el cumplimiento de las condiciones de ajuste en los países deudores. El costo inicial sería absorbido por los bancos los cuales venderían sus créditos a la agencia con descuento. En todo caso, el riesgo crediticio residual sería traspasado a la agencia y a sus accionistas oficiales. Esta propuesta se puede asimilar a una solución vía una reducción de la deuda.

Estos programas iniciales requerían apoyo oficial y compromisos financieros tales que políticamente no fueron factibles. Perdieron apoyo, como sistemas de ayuda, a mediados de 1983.

Sin embargo, la caída de la economía mundial después de 1984 y el fracaso en la búsqueda de soluciones adecuadas a los problemas de crecimiento de los países deudores, dieron origen a la iniciativa del Secretario del Tesoro de Estados Unidos, James A. Baker III, en septiembre de 1985, que posteriormente guió la política oficial.

El interés por nuevas ideas revivió y desde mediados de 1986 varias nuevas propuestas surgieron. Estas reflejan y consideran cambios en la situación de la deuda desde 1983, especialmente la expansión del mercado secundario de créditos de países en desarrollo. La gama de soluciones se extiende desde planes que correlacionan el servicio de la deuda a una proporción fija de los ingresos generados por las exportaciones (impuesto unilateralmente por algunos países) hasta programas que requieren la creación de nuevas agencias internacionales, como lo sugería la propuesta de Kenen y Rohatyn.

Algunas de esas propuestas son las siguientes:

Plan Bradley (Senador de Estados Unidos)

Esta propuesta fue presentada en junio de 1986 y sugiere un programa para aliviar el pago de intereses y capital. Sin entrar en mayores detalles, el plan requería de los acreedores el otorgamiento de un alivio, por 3 años, de tres puntos porcentuales en las tasas de interés y un 3% de castigo del capital, condicionado a las necesidades del país y a su buena voluntad para adoptar programas económicos de ajuste.

Plan Herrhausen (Deutsche Bank)

Esta proposición incluye la creación de un Fondo de Compensación de Intereses (F.C.I.) para estabilizar y limitar los pagos de intereses de los países en desarrollo elegibles (la elegibilidad estaría determinada por las necesidades y el compromiso del deudor de aprobar un programa de ajuste). Este Fondo sería financiado conjuntamente por los gobiernos, instituciones financieras internacionales y los bancos comerciales de acuerdo a sus respectivos exposures con el país deudor, y sería manejado por el F.M.I. Las tasas de interés se limitarían a un nivel previamente acordado que permitiría recobrar los intereses iniciales impagos cuando las tasas cayeran bajo dicho nivel.

Plan LaFalce (Congresista de Estados Unidos)

Propuso en marzo de 1987, la creación de una Facilidad Internacional de Ajuste de la Deuda para comprar los créditos de un país con descuento en el mercado secundario y reestructurarlos, traspasando el beneficio del descuento a los países deudores. El programa de compra sería iniciado a solicitud del país sólo después de acordar con él un plan detallado de manejo futuro de la economía. A objeto de aumentar el alcance de la reestructuración, la Facilidad también sería usada para swaps de deuda a capital y bonos relacionados a productos.

Plan Sachs (Profesor de la Universidad de Harvard)

Este plan establece que la deuda existente de los países dispuestos a participar en un "programa de ajuste supervisado internacionalmente" sería subordinada a cualquier nuevo préstamo otorgado, una vez que el programa entre en vigor. La nueva deuda, limitada a un 5% al año del total de la deuda existente, sería denominada en instrumentos negociables (por ejemplo, bonos). La subordinación de la deuda antigua (existente) y la comerciabilidad de la deuda nueva ampliarían el número de inversionistas interesados en los nuevos instrumentos y así se estimularía el otorgamiento de nuevos préstamos.

Plan Schirano (First Interstate Bank)

El Sr. Schirano propuso en octubre de 1987, un plan mediante el cual parte de la deuda de un país deudor fuera colateralizada y que el Banco Mundial garantizara, para un cierto período, el flujo de intereses sobre la nueva deuda (por ejemplo, bonos). Este programa entrelazaría tres cosas esenciales para un sano manejo de deuda: alivio importante de la deuda para los países, sustancial proceso de ajuste monitoreado en la economía de los deudores y un amplio apoyo al sector público. El Banco Mundial ha descartado esta proposición.

Plan Robinson (Gerente de American Express)

En febrero pasado fue dado a conocer este programa, una de las soluciones globales a la crisis de la deuda más detallada y ambiciosa. La proposición plantea la organización del Instituto Internacional de Deuda y Desarrollo, también llamado I2 D2, que sería una organización multinacional con el patrocinio de ciertos gobiernos de los países industrializados y apoyado por el F.M.I. y el Banco Mundial. Este Instituto compraría la deuda de cada país a los bancos comerciales con descuento y la cambiaría por bonos perpetuos preferenciales. A cambio de ello, los países deudores que se beneficiarían con el descuento de la deuda, acordarían acelerar las reformas estructurales necesarias para sus economías. El I2 D2, además, intentaría acelerar el flujo de nuevos recursos a los países deudores, para lo cual subordinaría la deuda comprada a los créditos nuevos que otorgaría la banca.

Plan Ariun Sengupta (Director Ejecutivo del F.M.I.)

El plan propuesto por el Sr. Sengupta, recientemente, se asemeja al del Sr. Robinson antes descrito, especialmente en el tratamiento del beneficio del descuento de la deuda para los países deudores. Básicamente propone que se permita comprar grandes montos de deuda, de los países en desarrollo con los bancos comerciales, y transferir el descuento a los deudores.

Plan de Perú

Aun cuando este programa ha sido poco difundido y no cuenta con el apoyo de

los acreedores, fue impuesto unilateralmente por el gobierno peruano. El plan consiste en restringir el servicio de la deuda a un porcentaje (en el caso de Perú es un 10%) de los ingresos por exportaciones.

Plan para Bolivia

En noviembre de 1987, el F.M.I. creó un fondo con las donaciones de los gobiernos acreedores de Bolivia, uno de los países con mayores problemas de deuda, que posteriormente se usó para recomprar su deuda con descuento. En marzo recién pasado los bancos acordaron vender unos US\$ 308 millones de deuda boliviana al 11%. Planes similares se estarían discutiendo en el F.M.I. para otros países con graves problemas de deuda.

Plan de garantía del Banco Mundial a créditos de dinero nuevo

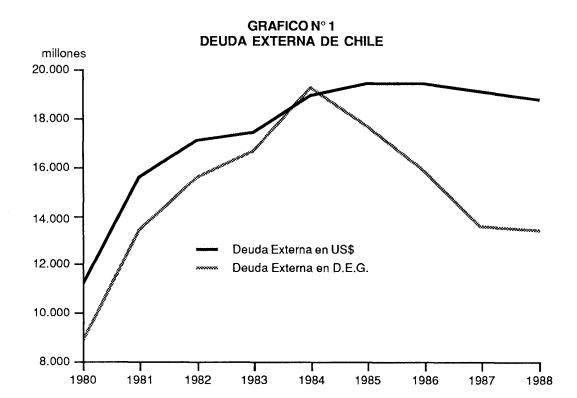
También en pequeña escala (Chile, México), este sistema de garantía minimiza el riesgo a los préstamos de dinero nuevo, incentivando a los bancos comerciales a participar en ellos. Estas garantías son analizadas caso a caso, no pudiendo extenderse masivamente puesto que, al aumentar el riesgo del Banco Mundial por este endeudamiento indirecto, podría afectar la clasificación Triple A que actualmente posee.

Plan Mexicano

Una aplicación parcial y muy restringida de los planes descritos anteriormente, ha constituido el plan aplicado a México, a principios de este año. El programa consistía en canjear (swap) deuda con descuento por bonos mexicanos. Estos bonos tendrían como colateral la garantía de bonos de cero cupón de la Tesorería de Estados Unidos. El resultado de la aplicación de este plan significó una rebaja neta de la deuda mexicana de unos US\$ 1.100 millones, equivalente aproximadamente a un 2% del total de la deuda con bancos comerciales del mencionado país.

Nuevo mecanismo del F.M.I.

Continuando con su actual política en el tratamiento del problema de la deuda, el F.M.I. hace pocos días informó que ha respaldado la puesta en funcionamiento de un nuevo mecanismo de apoyo financiero diseñado para contrarrestar contingencias externas adversas que amenacen sus programas de ajuste. El mecanismo es una ampliación de los financiamientos compensatorios, que estaban restringidos a amortiguar las disminuciones de ingresos por caída de exportaciones. La nueva facilidad podrá ser usada para apoyar los programas de ajuste amenazados por alzas bruscas de las tasas de interés u otros factores externos.



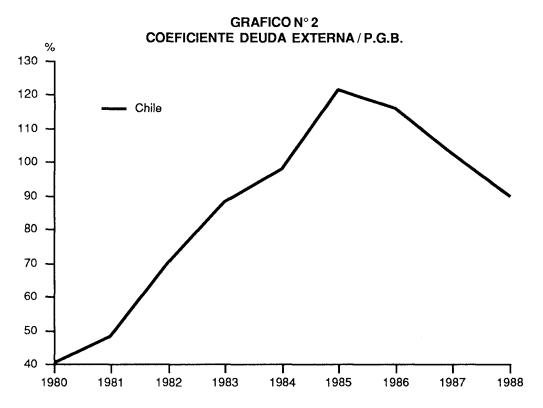
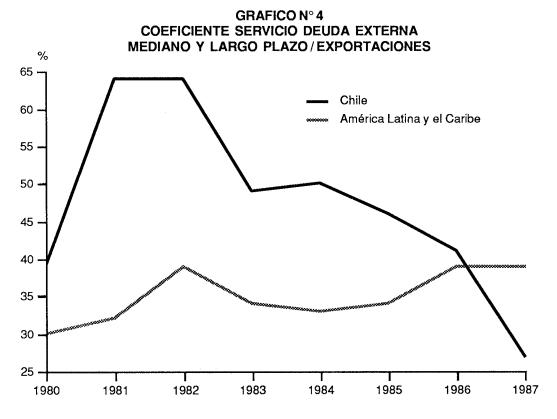


GRAFICO N° 3
COEFICIENTE DEUDA EXTERNA/EXPORTACIONES

450
Chile
América Latina y el Caribe

250
200



150 -

 ${\rm ANEXO\,N^{\circ}\,3}$ Indicadores de la Deuda externa de Chile (*)

ESPECIFICACION	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
A. DEUDA EXTERNA TOTAL								Freiminar	Freiminar
1. Deuda Externa / P.G.B. (%)	40	84	70	88	86	121	115	102	06
2. Deuda Externa / Exportaciones (%)	186	310	370	379	420	432	385	303	264
3. Servicio Deuda Externa Total /									
Exportaciones (%)	42	72	73	73	22	55	45	30	32 (a)
4. Intereses / P.G.B. (%)	3,9	5,5	8,6	8,6	10,8	11,4	10,5	8,1	8,0 (a)
5. Intereses / Exportaciones (%)	18	36	46	37	46	41	35	24	23 (a)
6. Intereses / Deuda año anterior (%)	12,7	16,2	13,7	6,6	11,9	2,6	9,2	7,8	8,7 (a)
7. Flujo Neto (Millones de US\$)	2.782	4.633	1.695	313	1.544	824	698	1.079	682
(Desembolsos - Amortizaciones)									
8. Transferencias Netas (Millones de US\$)	1.708	2.838	-436	-1.392	-525	-1.001	-1.074	-437	-979 (a)
(Desembolsos - Amortizaciones - Intereses)									
B. DEUDA EXTERNA DE MEDIANO Y LARGO PLAZO	O PLAZO								
1. Servicio Deuda Externa /									
Exportaciones (%)	33	2	2	49	20	46	4	27	27 (a)
2. Flujo Neto (Millones de US\$)	2.088	3.315	1.346	1.052	1.104	1.070	792	745	840
(Desembolsos - Amortizaciones)									
3. Transferencias Netas (Millones de US\$)	1.175	1.892	-394	-294	-662	-582	-829	-642	-668 (a)
(Desembolsos - Amortizaciones - Intereses)	~								

^(*) Excluye el F.M.I. Las exportaciones incluyen bienes y servicios. (a) No considera la reducción de intereses por efecto del "Retiming" la cual se estima en US\$ 408 millones.

 ${\rm ANEXO\,N^{\circ}\,4}$ INDICADORES DE DEUDA EXTERNA (*)

ESPECIFICACION	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987 Preliminar
TOTAL PAISES EN DESARROLLO								
1. Deuda Externa / P.G.B. (%)	28	3	32	39	14	45	46	47
2. Deuda Externa / Exportaciones (%)	128	140	135	179	179	197	218	526
Servicio Deuda Externa Mediano y I arno Plazo / Exnortaciones (%)	17	6	%	2	2	24	56	26
4. Flujo Neto (Miles de millones de US\$)	63,2	76,8	8,99	54,3	45,5	33,8	25,0	26,0
(Desembolsos - Amortizaciones) 5. Transferencias Netas (Miles de mill. de US\$) (Desembolsos - Amortizaciones - Intereses)	30,6	35,2	17,9	7,1	-7,3	-20,8	-30,6	-29,0
PAISES LATINOAMERICANOS Y EL CARIBE								
1. Deuda Externa / P.G.B. (%)	36	38	48	59	59	09	29	28
 Deuda Externa / Exportaciones (%) Servicio Deuda Externa Mediano v 	190	211	267	297	279	297	352	348
Largo Plazo / Exportaciones (%)	30	35	33	8	33	34	33	36
4. Flujo Neto (Miles de millones de US\$)	22,8	38,4	29,3	15,9	14,0	9,9	4,6	3,5
(Desembolsos - Amortizaciones) 5. Transferencias Netas (Miles de mill. de US\$) (Desembolsos - Amortizaciones - Intereses)	5,5	16,1	2,1	9,6-	-14,3	-22,0	-22,0	-24,0

(*) Excluye el F.M.I. Las exportaciones consideran bienes y servicios. Nota: Los indicadores 1 y 2 se refieren a la deuda total, es decir incluye la deuda de largo, mediano y corto plazo. El resto se refiere a la deuda externa de mediano y largo plazo.

ANEXO N° 5

RENEGOCIACION DE LA DEUDA EXTERNA DE CHILE AÑOS 1983 - 1988

FASE 1: AÑOS 1983 - 1984 (Acuerdo: 29 de abril de 1983)

1. BANCOS ACREEDORES

 a) Reprogramación amortizaciones. Años 1983-

1984

Monto

Fecha de contratos

Garantía del Estado

: Enero - Marzo 1984

: US\$ 3.140 millones aprox.

: Al sector público y privado finan-

ciero nacional

Plazo : 8 años (13 cuotas trimestrales

iguales a partir del 1er. trimestre de 1988 y hasta el 1er. trimes-

tre de 1991)

Período de gracia : 4 años desde la firma de cada

contrato

Tasa de interés : LIBOR + 2,125% anual o

PRIME + 2% anual. Pagos tri-

mestrales

Comisión flat : 1,25% por una sola vez

b) Dinero nuevo 1983 Monto : US\$ 1.300 millones

Fecha de contrato : 28 de julio de 1983

Garantía del Estado : Al Banco Central de Chile como

Deudor

Plazo : 7 años (13 cuotas trimestrales

iguales a partir del 28.07.87)

Período de gracia : 4 años

Tasa de interés : LIBOR + 2,250% anual o

PRIME + 2,125% anual. Pagos

trimestrales

Comisión flat : 1,25% por una sola vez

Período de desem-

bolso : Año 1983

c) Facilidad crediticia co-

mercial de corto plazo

Monto

: US\$ 1.700 millones aprox.

Garantía del Estado : Al sector público y privado fi-

nanciero nacional

Tasa máxima de in-

terés

: LIBOR + 1,500% anual o

PRIME + 1,375% anual

Comisión : 0,250% anual

Vigencia : 1983 - 1984

2. FONDO MONETARIO IN-TERNACIONAL

a) Crédito Stand by Monto : D.E.G. 500 millones

Fecha acuerdo : 10 de enero de 1983

Plazo : 8 años Período de gracia : 3 años

Tasa de interés : 9,3% promedio anual

Período de desem-

bolso : Años 1983 - 1984

b) Crédito compensatorio Monto : D.E.G. 295 millones

Fecha acuerdo : 10 de enero de 1983

Plazo : 5 años
Período de gracia : 3 años
Tasa de interés : 6,6% anual

Período de desem-

bolso : Año 1983

FASE 2: AÑO 1984

1. BANCOS ACREEDORES

a) Dinero Nuevo 1984 Monto : US\$ 780 millones

Fecha contrato : 24 de junio de 1984

Garantía del Estado : Al Banco Central de Chile como

Deudor

Plazo : 9 años (Pagos semestrales de-

siguales entre 1989 y 1993)

Período de gracia : 5 años

Tasa de interés : LIBOR + 1,75% anual o PRIME

+ 1,50% anual. Pagos semes-

trales

Comisión flat : 0,625% anual por una sola vez

Período de desem-

bolso : Año 1984

FASE 3: AÑOS 1985 - 1987 (Acuerdo: 1° de noviembre de 1985)

1. BANCOS ACREEDORES

a) Reprogramación amor- Monto : US\$ 4.500 millones aprox.

tizaciones. Años 1985- Fecha contrato : Abril - Junio 1986

1987 Garantía del Estado : Al sector público y privado fi-

nanciero nacional

Plazo : 12 años (14 cuotas semes-

> trales a partir del 2° semestre de 1991 y hasta el 1er. semestre

de 1998)

Período de gracia : 5 años desde la firma de cada

contrato

Tasa de interés : LIBOR + 1,375% anual. Pagos

semestrales

Comisión flat : 0,50% por una sola vez

Relending : Sobre deuda asumida por el

Banco Central por depósitos 1985 - 1987 del sector privado

empresarial

b) Dinero Nuevo 1985- Monto

1986

: US\$ 785 millones

Fecha contrato : 1° de noviembre de 1985

Garantía del Estado : Al Banco Central de Chile como

Deudor

Plazo : 10 años (11 cuotas semes-

trales entre 1991 y 1996)

Período de gracia : 5 años

Tasa de interés

: LIBOR + 1,625% anual o

PRIME + 1,250% anual. Pagos

semestrales

Comisión flat

Período de desem-

bolso Onlending : Años 1985 y 1986

: 0,50% por una sola vez

: Se determina en función del

exposure de los bancos acree-

dores

c) Cofinanciamiento 1985- Monto

1986

: US\$ 300 millones (50% garan-

tiza el Banco Mundial)

Fecha contrato Garantía del Estado : 1° de noviembre de 1985

: No es necesario, la República

de Chile es el Deudor

Plazo

: 12 años (4 cuotas semestrales

entre 1996 y 1998)

Período de gracia

: 10 años Tasa de interés

: LIBOR + 1,625% anual o PRIME + 1,250% anual. Pagos

semestrales

Comisión flat

Período de desem-

: 0,50% por una sola vez

bolso

: Años 1985 y 1986

d) Facilidad crediticia comercial de corto plazo

Monto comprome-

tido

: US\$ 1.700 millones aprox.

Garantía del Estado

: Al sector público y privado fi-

nanciero nacional

Tasa máxima de in-

terés

: 1er. semestre 1985:

LIBOR + 1.50% anual o PRIME

+ 1,375% anual

2° semestre 1985 al 31 de di-

ciembre de 1987:

LIBOR + 1,375% anual o

PRIME + 1,125% anual

Comisión

: 0,25% anual 1er. semestre 1985 y 0,125% anual 2° se-

mestre al 31 de diciembre de

1987

Vigencia

: 1985 - 1987

DE:

CAMBIA A:

e) Enmienda N° 1 Reestructuración 1983-

1984

- Tasa de interés

LIBOR + 2,125% LIBOR + 1,375% anual

anual o PRIME + 2.000% anual

- Periodicidad de pago de los intereses

Trimestral

Semestral

Dinero nuevo 1983

- Plazo

13 cuotas trimes- 12 cuotas trimestrales

trales entre 1987- 1988 y 1990 y 10 cuotas semestrales entre 1991 y 1996

- Tasa de interés

LIBOR + 2,25% LIBOR + 1,75% anual o PRIME +

anual o PRIME + 1,50% anual

2,125% anual

- Periodicidad de pago

de los intereses

Trimestral

1990

Semestral

Dinero nuevo 1984

- Periodicidad de pago

de los intereses

Trimestral

Semestral

2. BANCO MUNDIAL

a) SAL 1

Monto

: US\$ 250 millones

Fecha de contrato

: 25 de octubre de 1985

Plazo

: 15 años

Período de gracia

: 3 1/2 años

Tasa de interés

: Promedio colocaciones BIRF

Período de desem-

bolso : Años 1985 - 1986

b) SAL 2 Monto : US\$ 250 millones

Fecha de contrato : 14 de diciembre de 1986

Plazo : 15 años

Período de gracia : 3 1/2 años Tasa de interés : Promedio colocaciones BIRF

Período de desem-

bolso : Años 1986 - 1987

Monto

Fecha de contrato : 16 de diciembre de 1987

Plazo : 17 años Período de gracia : 4 años

Tasa de interés : Promedio colocaciones BIRF Período de desem-

: US\$ 250 millones

bolso : Años 1987 - 1988

3. FONDO MONETARIO IN-TERNACIONAL

c) SAL3

a) Crédito de facilidad am- Monto : D.E.G. 750 millones pliada Fecha acuerdo : 30 de agosto de 1985

Plazo : 8 años

Período de gracia : 3 años

Tasa de interés : Fija al 6% anual para recursos propios y variable para recursos

de terceros

de terceros

Período de desem-

bolso : Años 1985 a 1988

b) Crédito compensatorio Monto : D.E.G. 70,6 millones Fecha acuerdo : 20 de agosto de 1985

Fecha acuerdo : 20 de agosto de 1985 Plazo : 5 años

Período de gracia : 3 años Tasa de interés : Variable

Período de desem-

bolso : Año 1985

4. CLUB DE PARIS 1985-

1986 Monto : US\$ 145,5 millones Fecha de contrato : Enero - Abril 1986

Plazo : 7 años (8 cuotas semestrales

entre el 30 de septiembre de 1989 y el 31 de marzo de

1993)

Período de gracia : 3 1/2 años

Tasa de interés : Varias: desde 3% anual fija a

costo de fondos + 1/2% anual

Período reestructu-

rado

: Amortizaciones entre el 1° de

julio de 1985 y el 31 de di-

ciembre de 1986

Países participan-

tes

: Estados Unidos, Japón, Ingla-

terra, Alemania, Francia, Espa-

ña y Austria

FASE 4: AÑOS 1988 - 1991 (Acuerdo: 17 de junio de 1987)

1. BANCOS ACREEDORES

a) Reprogramación amor- Monto

1991

: US\$ 1.310 millones aprox.

tizaciones. Años 1988- Fecha de contratos : Los mismos contratos 1985-

1987

Garantía del Estado : Al sector público y privado fi-

nanciero nacional

Plazo : 15 años (20 cuotas semes-

trales entre 1993 y 2002)

Período de gracia : 5 1/2 años

Tasa de interés : LIBOR + 1% anual. Pagos

anuales entre 1988 y 1992 y

semestral el resto

Comision flat : No hay

b) Enmienda N° 2

Reestructuración 1983-

1984

- Plazo

13 cuotas trimes- 20 cuotas semestrales entre trales entre 1988 y 1993 y 2002

CAMBIA A:

1991

DE:

- Tasa de interés

LIBOR + 1,375% LIBOR + 1% anual

anual

- Periodicidad de pago

de los intereses

Semestral Anual entre 1988 y 1992 y se-

mestral entre 1993 y 2002

Reestructuración 1985-

1987

- Plazo 14 cuotas semes- 20 cuotas semestrales entre

trales entre 1991 y 1993 y 2002

1998

DE:

CAMBIA A:

- Tasa de interés

LIBOR + 1,375%

LIBOR + 1% anual

- Periodicidad de pago

de los intereses

Semestral

anual

Anual entre 1988 y 1992 y

semestral entre 1993 y 2002

Dinero nuevo 1983

- Plazo

Pagos entre 1988 Pagos entre 1991 y 1996

v 1996

- Tasa de interés

LIBOR + anual o PRIME +

1.75% LIBOR + 1.125% anual

1.50% anual

- Periodicidad de pago de los intereses

Semestral

Anuales entre 1988 y 1990 y se-

mestral entre 1991 y 1996

Dinero nuevo 1984

- Plazo

Pagos entre 1989 Pagos entre 1991 y 1993

v 1993

- Tasa de interés

LIBOR + 1,75% LIBOR + 1,125% anual

anual o PRIME +

1.50% anual

- Periodicidad de pago

de los intereses

Semestral

Anuales entre 1988 y 1990 y se-

mestral entre 1991 y 1993

Dinero nuevo 1985-

1986

- Tasa de interés

LIBOR + 1,625% LIBOR + 1,125% anual

anual o PRIME + 1.250% anual

- Periodicidad de pago

de los intereses

Semestral

Anual entre 1988 y 1990 y se-

mestral entre 1991 y 1996

Cofinanciamiento 1985-

1986

- Tasa de interés

LIBOR + 1,625% LIBOR + 1,125% anual

anual o PRIME +

1.250% anual

- Periodicidad de pago

de los intereses

Semestral

Anual entre 1988 y 1990 y se-

mestral entre 1991 y 1998

c) Facilidad crediticia comercial de corto plazo Monto comprome-

tido

: US\$ 1.700 millones aprox.

Garantía del Estado

: Al sector público y privado fi-

nanciero nacional

Tasa máxima de in-

terés

: LIBOR + 1,375% anual o

PRIME + 1,125% anual

Comisión : 0,125% anual vigencia : 1988 - 1989

2. CLUB DE PARIS 1987-1988 Monto

: US\$ 174.6 millones

Fecha de contratos Plazo

ratos : Julio - Octubre 1987

: 85% en 8 años (8 cuotas semestrales entre el 15 de agosto de 1991 y el 15 de febrero de 1995), 10% una cuota el 31 de marzo de 1989 y 5% pagadero en cada vencimiento original

Período reestructu-

rado

: Amortizaciones entre el 15 de abril de 1987 y el 31 de di-

ciembre de 1988

Países participan-

tes

: Estados Unidos, Japón, Inglaterra, Alemania, Francia, Espa-

ña y Austria

FASE 5: REVISION TERMINOS AÑOS 1983-1991 (Acuerdo: 15 de abril de 1988)

DE: CAMBIA A:

1. BANCOS ACREEDORES

a) Enmienda N° 3

Reestructuración 1983-

1984

- Tasa de interés

LIBOR + 1% anual

LIBOR + 0,8125% anual

Reestructuración 1985-

1987

- Tasa de interés

LIBOR + 1% anual

LIBOR + 0,8125% anual

Reestructuración 1988-

1991

- Tasa de interés

LIBOR + 1% anual

LIBOR + 0,8125% anual

DE: CAMBIA A: Dinero nuevo 1983 - Tasa de interés LIBOR + 1,125% LIBOR + 0,875% anual anual Dinero nuevo 1984 - Tasa de interés LIBOR + 1,125% LIBOR + 0,875% anual anual Dinero nuevo 1985-1986 - Tasa de interés LIBOR + 1,125% LIBOR + 0,875% anual anual Cofinanciamiento 1985-1986 - Tasa de interés LIBOR + 1,125% LIBOR + 0,875% anual anual b) Futuros dineros nue- Límites : US\$ 100 millones en 1988 US\$ 200 millones en 1989 vos colaterizados US\$ 200 millones en años sig. US\$ 500 millones total c) Colaterales para mane- : Se podrá dar colaterales hasta un monto de US\$ 150 jo de pasivos externos millones para operaciones de coberturas de monedas, tasas de interés y mercaderías. d) Pagos en pesos : Se amplía posibilidad para que deudores puedan pagar en pesos parte de la deuda reestructurada de común acuerdo con los acreedores; previa autorización del Banco Central. e) Relending : Se crea un "Special Relending" en el Dinero Nuevo 1985 por sobre los márgenes del contrato. Se exige efectuar aporte en dinero fresco en una proporción de 1:1. Se amplían los márgenes existentes. f) Cash payment en dóla- : Se podría usar hasta US\$ 500 millones para rescatar deuda con los bancos acreedores. Estaría facultado res para ofrecer este mecanismo el Banco Central y deudores públicos y privados del sistema financiero na-

cional bajo determinadas circunstancias.

va por deuda vieja

g) Cambio de deuda nue- : La deuda nueva no puede ser por un monto superior a US\$ 2.000 millones.

En un canje de "deuda por deuda" el valor de las garantías no podrá superar los US\$ 500 millones.

COTIZACION DE PAGARES DE LA DEUDA EXTERNA (% valor par comprador a fines de cada mes)

	Mar.	26	46	28	63	53	49	48	9	43	53	42
1986 1988	Feb.	58	46	09	63	ဗ္ဗ	49	48	ß	42	53	£3
	Ene.	30	46	09	65	83	49	20	Ŋ	4	53	8
	Dic.	36	46	28	64	83	49	51	2	4	22	4
	Nov.	36	46	26	64	33	49	52	(e) 9	4	25	4
	Oct O	34	38	51	78	39	49	20	9	39	20	43
	Sep.	37	38	52	76	3	22	47	∞	40	20	4
	Ago.	14	4	22	80	35	92	48	9	4	59	48
	Jul.	46	20	64	85	33	29	20	9	4	49	51
	Jun.	48	29	89	85	48	88	56	0	43	20	55
	May.	55	61	89	84	48	89	28	13	45	72	57
	Abr.	29	æ	69	84	53	69	29	15	4	72	59
	Mar.	09	83	69	84	55	69	29	16	4	72	59
	Feb.	19	63	89	8	62	69	22	16	43	72	09
	Ene.	63	73	89	87	65	71	56	20) 43 (e)	74	62
	Dic.	83	73	89	85	99	7	55	8) 43 (e)	74	61
	Oct. Nov.	63	73	29	85	99	7	26	20) 43 (e	74	61
	Oct.	2	73	29	85	23	02 (26	20	43 (e) 43 (e) 43 (e)	74	61
	Sep.	64	75	29	82	63	70 (e) 70	56	50	43 (e	74	61
		Argentina	Brasil	Chile	Colombia	Ecuador	Filipinas	México	Perú	Polonia	Venezuela	Promedio

(e) Valor estimado. Fuente: Merrill Lynch Int'l Bank Inc.

XVIII. INVERSIONES RECIENTES DE INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION EN SUDAMERICA

Expositor: Sr. Vivek Talvadkar (*)

Es un honor para mí el tener la oportunidad de hablarles en esta ocasión. Trataré de hacer mi presentación bastante corta, para lo cual la he dividido en cuatro partes. La primera tratará sobre International Finance Corporation (IFC) en general: quiénes somos, qué ofrecemos y por qué el sector privado desea nuestra participación. Luego, les proporcionaré una idea sobre la magnitud de nuestras operaciones a nivel mundial y sobre la extensión de nuestra participación y compromiso al efectuar negocios en Latinoamérica. Más tarde, clasificaré nuestras operaciones en cinco amplias categorías. Finalmente, presentaré algunos ejemplos sobre nuestras operaciones recientes en esta región.

¿Qué es IFC?: Somos una corporación afiliada al Banco Mundial. Tenemos casi los mismos accionistas, pero contamos con un staff y administración separados. Nuestros accionistas son 132 naciones, de las cuales 111 constituyen países en desarrollo. Nuestro objetivo es la promoción del sector privado. Podemos proveer fondos al sector privado en una gran variedad de formas: préstamos a largo plazo, capital propio / equity y cuasi-equity en forma de préstamos convertibles y de coparticipación. Bajo nuestra escritura de constitución, no podemos aceptar garantías gubernamentales. IFC evalúa proyectos a base de sus méritos técnicos, beneficios económicos que brindarán al país anfitrión y perspectivas de utilidades. Para que IFC se involucre en un proyecto, deben existir disponibilidades para la participación -actual o futura- de los inversionistas locales en el país donde se implementa el proyecto. IFC cubrirá solo una porción de los requerimientos financieros totales del proyecto; generalmente no más del 25% y esperamos que los socios u otras fuentes provean recursos significativos para el mismo.

Sin embargo, para los proyectos más grandes, podemos proveer fondos a tra-

^(*) Gerente Regional para Latinoamérica y el Caribe II de International Finance Corporation.

vés de un mecanismo que llamamos "venta de participaciones". Déjenme darles un ejemplo: si un proyecto necesita US\$ 100 millones, nosotros podemos proveer el 50%, es decir, US\$ 50 millones, dejando que los bancos operen por el resto de los US\$ 50 millones. En este caso, los bancos comerciales, confiando en nuestra conveniente diligencia y en nuestro trabajo de evaluación, estarán dispuestos a correr el riesgo comercial, pero el que mantiene el registro para esos US\$ 50 millones es IFC. En consecuencia, a los ojos del país anfitrión, IFC es el tenedor inscrito. De hecho, hasta aquí, en el programa de reprogramaciones que ha tenido lugar a nivel mundial, nuestros préstamos, incluyendo aquellos de nuestros bancos comerciales participantes, han estado exentos de dicha reprogramación.

Como inversionistas de capital propio, somos inversionistas minoritarios. No asumimos responsabilidades de administración, y generalmente no aceptamos representación en los directorios, a menos que creamos que con ello se sirve a un propósito particular o sólo si lo consideramos necesario para proteger nuestros intereses.

¿Por qué las compañías nos requieren?: Más que nada por nuestro dinero , para cubrir alguna brecha financiera, y a menudo, para movilizar fondos de otras fuentes. Comúnmente, debido a nuestra experiencia a nivel mundial en varios sectores, buscan nuestra asesoría en materias técnicas y financieras para el diseño de proyectos, atracción de socios técnicos y reestructuración de compañías. Algunas veces, por así decirlo, proveemos un paraguas político, mediante una dosis de tranquilidad, simplemente por el hecho de nuestra presencia en un proyecto. En algunos casos, nuestro rol es esencialmente conciliador entre los varios accionistas de un proyecto o entre accionistas y gobiernos anfitriones.

Con respecto a la magnitud de nuestras operaciones a nivel mundial, desde su establecimiento en 1956, IFC ha aprobado inversiones que totalizan US\$ 9.200 millones en más de 950 negocios e instituciones financieras en 90 países en desarrollo. En el año fiscal de 1987, el cual terminó el 30 de junio, IFC aprobó un total de US\$ 790 millones en 92 operaciones mundiales. Hasta junio de 1987, la cartera de IFC era de US\$ 2.800 millones de dólares en 404 compañías en 77 países.

Permítanme darles una idea de nuestras operaciones en Latinoamérica. IFC ha efectuado más inversiones en Latinoamérica que en cualquier otra región geográfica. Las inversiones de IFC en dicha región han crecido sostenida y sustancialmente. En 1987, se aprobaron US\$ 410 millones en inversiones en 36 compañías. Como pueden apreciar, las operaciones en esta región representaron un 52% del volumen en dólares a nivel mundial y por un 39% de las operaciones individuales. Estamos involucrados en una diversidad de sectores, los que incluyen los productos químicos y petroquímicos, pulpa y papel, minería, petróleo y energía, alimentos, cemento, textiles, intermediación bancaria y mercados de capital.

Nuestra cartera de activos en Latinoamérica, al 30 de junio de 1987, era de aproximadamente US\$ 902 millones en 123 compañías en 20 países. Somos accionistas en 81 de estas compañías. Cerca del 81% de la cartera latinoamericana se ha concentrado en cinco países: Argentina (US\$ 202 millones), Brasil (US\$ 270 millones), Chile (US\$ 61 millones), Colombia (US\$ 67 millones) y México (US\$ 131 millones). Quisiera destacar que mientras nuestra cartera en Chile resulta modesta en comparación con otros países, la misma está creciendo muy rápidamente. De hecho, tanto nuestros

préstamos como nuestra cartera de capitales propios en esta región han progresado extremadamente bien.

Para el propósito de esta presentación, he clasificado nuestras operaciones en cinco amplias categorías. De hecho, algunas de nuestras inversiones caen dentro de más de una categoría, lo que será obvio al analizar ciertos ejemplos que presentaré más tarde.

Financiamiento de Proyectos

El financiamiento de proyectos "en verde" y sus desarrollos constituye nuestra actividad tradicional. Aún representa la mayoría de nuestras operaciones tanto en dólares como en cantidad.

Financiamiento de Programas de Inversión

Debido a las difíciles circunstancias económicas, en muchos países ha habido un número reducido de proyectos "en verde" y expansiones importantes, pero las compañías muchas veces tienen un gran número de inversiones pequeñas que necesitan implementar dentro de los próximos tres a cuatro años. Generalmente estas son modernizaciones o expansiones modestas. Nosotros agrupamos estas inversiones pequeñas, las consideramos como un programa de inversiones y les proveemos financiamiento. En los grandes grupos corporativos, las inversiones algunas veces incluyen varias subsidiarias en industrias diferentes.

Líneas de Crédito

El objetivo aquí es llegar a compañías y proyectos pequeños y medianos, los que no podemos ayudar directamente de una manera eficiente. Hacemos esto empleando intermediarios financieros, tales como bancos comerciales y compañías financieras de desarrollo. Disponemos de tal crédito en dos variedades que yo denomino: líneas de crédito y líneas de agencia. Explicaré el concepto para la línea de crédito:

IFC provee el préstamo al intermediario, el cual a su vez lo represta a sus clientes pequeños y medianos. El intermediario lleva a cabo la tasación y evaluación y se hace cargo del riesgo del proyecto. IFC, a su vez, se hace responsable por el riesgo intermediario.

En el caso de las líneas de agencia, el intermediario se hace cargo de la evaluación y administración del préstamo IFC; pero dicho préstamo se otorga directamente a las compañías pequeñas o medianas. Sin embargo, en este caso, por cada dólar invertido por IFC, el intermediario debe equiparar una inversión en esa compañía con al menos un dólar propio. En forma similar a estas dos variaciones para las líneas de crédito, hacemos lo mismo para los fondos de capital propio o inversiones en capital propio. Una variación sería nuestra inversión, por ejemplo, en un fondo de capitales de riesgo. Otro sería una línea de capital propio de agencia administrado por una compañía financiera de desarrollo.

Operaciones del Mercado de Capitales

IFC provee asistencia y financiamiento para las instituciones financieras locales - bancos de inversiones, compañías de leasing y fondos de capitales de riesgo- haciendo así más eficiente al sector financiero. IFC provee también asistencia a los gobiernos en relación a cómo organizar, modernizar e internacionalizar sus mercados financieros.

Servicios Profesionales

Se provee aquí la asistencia para aquellas compañías que están en sectores intrínsecamente competitivos, y que necesitan reestructurar su organización, para sus asuntos técnicos y financieros. IFC provee también asistencia a aquellos gobiernos interesados en políticas de ajuste, reglamentaciones y asesorías institucionales con el fin de atraer la inversión extranjera directa.

Veremos ahora algunos ejemplos para cada una de estas categorías, los cuales analizaremos de una manera bastante rápida.

Financiamiento de Proyectos

El primer proyecto -Cabo Negro o Proyecto Cape Horn Methanol- producirá metanol empleando gas de bajo costo en Punta Arenas, Chile. Hemos provisto un préstamo de US\$ 45 millones y somos también accionistas con US\$ 5 millones en capital propio. El proyecto comenzará su producción comercial antes de fines de año e iniciará sus exportaciones dentro de un corto tiempo. En este contexto, me gustaría mencionar también algunas otras inversiones recientes en Chile. Una de ellas es el Proyecto Cocarproyecto carbonífero- en donde aprobamos un préstamo y somos también accionistas. Además, hemos efectuado dos préstamos que totalizan US\$ 30 millones a Celulosa Arauco y Constitución para la expansión y modernización de sus instalaciones de producción de pulpa blanqueada y semi-blanqueada.

Hemos suministrado también un préstamo de US\$ 7,4 millones, para un proyecto de US\$ 30 millones, a Duratex en Brasil para la rehabilitación de su planta de tableros de partículas y para expandir sus instalaciones de laminación.

Terminal 6, en Argentina, constituye un proyecto de puerto privado muy interesante, patrocinado por seis medianas compañías productoras, procesadoras y exportadoras de semillas oleaginosas. Los puertos gubernamentales en el Río de la Plata son a menudo lentos y caros, y aquellos puertos cuyos dueños son las grandes firmas, dejan a los exportadores pequeños a su merced. De modo que estas seis compañías medianas se juntaron y decidieron implementar un puerto privado de US\$ 22 millones, para lo cual nosotros otorgamos un préstamo de US\$ 5,5 millones.

Los Lilenes, en Ecuador, es un proyecto de US\$ 55 millones para extraer oro aluvial y para el cual hemos aprobado un préstamo de US\$ 9 millones y una inversión de capital propio de US\$ 4,4 millones. Este es el primer proyecto minero de importancia en Ecuador, el cual permitirá el ingreso al país de tecnologías muy necesarias.

Garovaglio y Zorraquín es un grupo argentino involucrado en productos petroquímicos, comercialización, procesamiento de alimentos, fabricación y operaciones bancarias. De hecho, nuestro primer proyecto con ellos fue básicamente el financiamiento de uno de sus proyectos petroquímicos a través de préstamos y capital propio. Subsecuentemente, nos involucramos con este grupo en la expansión de algunas de sus instalaciones, en la reestructuración financiera de algunos de sus préstamos, particularmente, en los pagos de su onerosa deuda a corto plazo con fondos de largo plazo, y en la asistencia de la privatización de una de sus subsidiarias petroquímicas. Un aspecto interesante en este caso fue el hecho de suministrar un préstamo de US\$ 2 millones a una de sus subsidiarias petroquímicas, la cual empleará dichos fondos para que sus empleados compren acciones de la misma compañía.

Nuestra relación con la compañía Juan Minetti empezó hace casi 10 años cuando era una pequeña productora de cemento en Córdoba. En ese entonces les ayudamos con un primer gran proyecto cementero. Actualmente es una de las principales productoras de cemento en la Argentina. Además de proveer financiamiento para el proyecto, les hemos concedido préstamos para diversas reestructuraciones financieras.

Por último, Chirete-Morillo y Olleros, en Argentina, es un proyecto de exploración petrolífera en tierra para el cual suministramos un capital propio de US\$ 5,2 millones a cambio de un 15% de participación.

Financiamiento de Programas de Inversión

Arcor es un productor de bienes alimenticios y productos envasados en donde reunimos un programa de inversiones en cinco o seis de sus subsidiarias en aproximadamente diez plantas y ayudamos a financiar dicho programa con un préstamo de US\$ 10 millones. Dos de estos millones estaban subordinados a un préstamo de coparticipación.

Con Sao Paulo Alpargatas, un productor de textiles y zapatos, financiamos un programa de inversiones a tres años que incluía la construcción, expansión y modernización de sus instalaciones para permitir las exportaciones. A esta empresa le otorgamos un préstamo de US\$ 30 millones.

Bunge-Born, en Argentina, es un grupo diversificado involucrado en productos alimenticios, molienda de granos, trituración de semillas oleaginosas, textiles, productos químicos y pinturas. Aquí financiamos un programa de inversiones y también una reestructuración financiera que incluyó nuevamente el repago de deuda de corto plazo. El programa de inversiones involucró cuarenta subproyectos, para lo cual suministramos un préstamo de US\$ 40 millones.

Financiamiento a través de Líneas de Crédito

Otorgamos un préstamo al Banco de Río, el que fue destinado por esta institución a compañías medianas del sector agrícola, agroindustrial y servicios agrarios. Este préstamo ascendió a US\$ 30 millones. Luego suministramos US\$ 80 millones a tres

bancos en Brasil: Banco Itaú, para el préstamo a compañías medianas involucradas en la metalurgia, equipo industrial y repuestos de autos; Unibanco, para el préstamo a compañías medianas involucradas en productos textiles, y finalmente al Banco Bosano-Simonsen, para el représtamo a compañías medianas involucradas en las telecomunicaciones y electrónica.

Suministramos a Cofiec, en Ecuador, un préstamo subordinado de US\$ 4 millones y una inversión de capital propio para fortalecer su base de capital e incrementar sus operaciones de préstamos.

Siministramos a Bisa, en Bolivia, un préstamo de US\$ 5 millones y le ayudamos a movilizar US\$ 5 millones de otras fuentes. Bisa representa a compañías de tamaño pequeño y mediano.

El Banco General de Negocios, en Argentina, representa lo que llamamos una línea de agencia, en donde suministramos un préstamo de US\$ 10 millones. Aquí correremos el riesgo directo con las compañías medianas y por cada dólar que prestamos, Banco General de Negocios también prestará uno.

Operaciones del Mercado de Capitales

Facturas Internacionales, en Ecuador, es la primera compañía de factoring en Ecuador y una de las primeras en Latinoamérica. Ella provee capital de trabajo a las compañías a través del descuento de cuentas por cobrar. Aquí tenemos una inversión en capital propio de US\$ 200 mil.

También tenemos el Fondo Chile, el cual invierte en valores bursátiles de la Bolsa de Comercio de Santiago a través de la capitalización de las obligaciones de la deuda externa. IFC proveerá aquí US\$ 7,5 millones. Esta operación ha sido aprobada por el Banco Central y será el primer fondo de esta índole en Chile. En el contexto de este fondo, IFC asistió también al gobierno en el desarrollo de las disposiciones que permitieran la inversión de cartera a través de este mecanismo.

El último ejemplo aquí es el Fondo Brasil, el cual debió ser un fondo cerrado diseñado para invertir en el mercado brasileño de valores. Por varios motivos, este fondo no continuó con sus operaciones.

Con respecto al tema de las conversiones deuda / capital, quisiera mencionar también el hecho de que nosotros hemos efectuado inversiones de capital a través de conversiones deuda / capital en México y se nos ha aprobado otra recientemente en Argentina.

Servicios Profesionales

Perdigao es, la segunda industria de productos derivados de cerdos y aves en Brasil. Nosotros les ayudamos a diseñar su reestructuración operacional, técnica y financiera. Les concedimos un préstamo de US\$ 20 millones, por el cual recibimos opciones de compra de acciones.

En Garovaglio y Zorraquín, uno de los ejemplos que les presenté anteriormente, hemos prestado nuestra asistencia en la suscripción de su emisión de valores.

Estamos también actualmente en conversaciones con un gran número de gobiernos latinoamericanos para proveerles asistencia en sus procesos de privatización.

Permítanme concluir diciendo que IFC tiene una presencia creciente y sustancial en Latinoamérica. En respuesta al cambiante ambiente económico y a las diversas necesidades del sector privado, hemos expandido el alcance de nuestras operaciones más allá del financiamiento tradicional de proyectos. Creemos que existen muchas oportunidades aquí en esta región y estamos preparados para asistir a las compañías del sector privado que deseen explotar dichas oportunidades.

XIX. PROGRAMA DE CONVERSION DE DEUDA ARGENTINA

Expositor: Sr. Daniel Piekarz (*)

Ante todo quiero agradecer en nombre del Banco Central de Argentina, y en el mío propio, al Banco Central de Chile, a Euromoney y a los Bancos que auspician este evento por habernos invitado a esta reunión para hacer una breve actualización de la situación del programa de conversión de deuda argentina. No creo que pueda agregar mucho, en términos conceptuales, a lo que se ha expuesto sobre el tema de conversión de deuda a través de tan calificados expositores en las jornadas anteriores y en esta misma. Escuchando al señor Garcés acerca de su prevención respecto de posibles "incensos" prácticos o conceptuales, de su exposición y la del Presidente del Banco Central de Chile tomé conciencia que a mí me podía pasar algo parecido. Y recordé algo que aprendí hace muy poco de un colega de un organismo internacional y que consiste en que antes de hacer uno la exposición, haga a los auditores una advertencia de este tipo: "todo lo que escuchen de acertado a partir de ahora es la posición del Banco Central y todo aquello en lo que me equivoque es mi opinión personal". En fin, dado que el régimen argentino de conversión de deuda es de aplicación relativamente reciente, los primeros intentos fueron a mediados de 1987 y su incrementación un poco más definitiva es más reciente aún: ello me permitirá, para beneplácito de todos, ser muy breve en el objetivo de repasar su estructura y revisar la pequeña experiencia alcanzada hasta ahora. El régimen de conversión de deuda externa se encuentra regulado conjuntamente por disposiciones del Ministerio de Economía y del Banco Central, que fueron dictadas sobre las bases de los lineamientos generales presentados a la banca acreedora a comienzos de 1987. Se prevén tres modalidades de conversión de deuda: conversión de deuda pública externa en inversiones en el sector privado del país; conversión de deuda privada externa en inversiones, y aplicación de la deuda externa a la cancelación de préstamos y redescuentos del Banco Central.

^(*) Banco Central de Argentina.

De estas tres modalidades, la primera se encuentra vigente; la segunda se halla temporariamente suspendida, debido a que se están estudiando algunas modificaciones a su régimen, y la tercera, referida a la cancelación de redescuentos, es aún un proyecto, si bien en estado avanzado y definido con bastante precisión, ya que se espera efectuar a la brevedad su implementación formal.

En lo que sigue voy a describir muy sintéticamente las características substanciales de cada uno de estos tres mecanismos y efectuaré una síntesis de los resultados que se han obtenido hasta la fecha en relación con las dos modalidades que han estado vigentes, pero sobre todo la de conversión de deuda externa pública en inversiones del sector privado en el país. Empiezo entonces con este régimen. Básicamente, se encuentra estructurado como un rescate anticipado de obligaciones externas del sector público, efectuado bajo lo subordinado a la conversión de moneda nacional de las divisas emergentes, a través del mercado libre de cambios y la posterior constitución, con el producto de la conversión de un depósito afectado a la realización de un proyecto de inversión previamente aprobado por el Ministerio de Economía. Estos rasgos básicos permiten visualizar cuáles son los aspectos claves en la definición de las características del régimen. Por un lado, el tipo de proyector y la posición de los mismos para cuya realización pueden ofrecerse obligaciones externas del sector público por convertir y, por el otro, los mecanismos por los cuales se determina el precio al cual son adquiridas las obligaciones externas, de las que cabe señalar quedan excluidas las deudas comerciales de corto plazo y los créditos otorgados o garantizados por organismos oficiales no argentinos.

Los requisitos de los proyectos que fueron fijados por el Ministerio de Economía que se espíe sobre cada proyecto presentado y se califique su ilegalidad, son los siguientes:

Debe tratarse de proyectos que tengan por objeto la adquisición de equipos nuevos, construcción de plantas industriales u otras obras que permitan aumentar la capacidad instalada con el fin de incrementar la oferta de bienes.

Cuando el proyecto no está necesaria y mayoritariamente dirigido a favorecer la Balanza de Pagos, podrá ser ilegible por una parte del proyecto total, en la medida que constituye un aporte a base de consideraciones más amplias de desarrollo económico. También se aceptan proyectos que permitan aumentar la eficiencia, productividad y oferta de servicios, que prevean la exportación de los mismos o también constituyan un aporte al crecimiento.

No está prevista la aceptación de que se apliquen los fondos derivados de la conversión a inversiones financieras con perfecciones ya emitidas o de bienes muebles. La adquisición de inmuebles y el capital devolución sólo puede representar el 10% del costo total del proyecto, excluyendo el equipamiento importado.

Y, finalmente, cabe precisar que la estructura de financiamiento se compone de un máximo de 70% del costo del proyecto neto de importaciones a financiar con el valor efectivo resultante de la conversión de la deuda, mientras que el 30% restante debe ser aportado por el inversor a partir de otras fuentes.

Respecto de este 30% adicional, las normas no establecen requisitos, pudién-

dose en consecuencia, aportar fondos en moneda nacional o extranjera, propios, provenientes de un crédito o de cualquier otra configuración.

Dentro de este régimen, para ilustrar algunos números, se han efectuado hasta ahora dos licitaciones: la primera, se realizó el 20 de enero de este año y la segunda, el 29 de marzo.

Obviamente, los representantes efectuaban sus ofertas en función de las variables críticas para la rentabilidad del proyecto, en lo substancial se define a través del tipo de cambio efectivo para lograr la conversión; esas variables críticas son:

- a) Un descuento mínimo que establece en cada licitación el Banco Central y que fue de 25%, en la primera licitación, y de 35% en la segunda licitación.
- Segunda variable crítica, naturalmente el precio de la deuda en los mercados secundarios de deuda externa.
- c) Una tercera variable crítica es la renuncia que se exige a los representantes a cualquier otro beneficio promocional de carácter nacional, sectorial o regional.

Una variable muy crítica es el componente importado del proyecto, que no se puede financiar con conversión.

Y, luego, naturalmente, otras variables de relevancia obvia como la naturaleza y urgencia del proyecto, el monto del cupo y la evolución que cada participante hace de la competencia.

En la primera licitación para un descuento mínimo del Banco Central, exigido por el Banco Central de un 25%, se presentaron 15 proyectos con un descuento que cubre el rango en que un mínimo de 28% y un máximo de 40% con 20% para un cupo de US\$ 50 millones; el Banco Central aceptó un descuento mínimo de 35,25% y un descuento promedio de 36,69%. Fueron, entonces, adjudicados seis proyectos -los primeros en la conversión entre este régimen- por un valor nominal de deuda convertible de US\$ 84 millones, un valor efectivo de conversión de US\$ 54 millones y un valor total de los proyectos de US\$ 102 millones.

En la segunda licitación, el Banco Central, como me referí, exigió 35% de descuento mínimo y se presentaron 20 proyectos, 9 de ellos rechazados en la primera licitación, con descuentos entre un mínimo de 38,10% y un máximo de 57,10%. El descuento mínimo aceptado por el Banco Central fue de 51,20% y el promedio de 53,87%.

Entre la primera y la segunda licitación, el valor de los papeles cayó de 32% a 27%, de modo que los tipos de conversión aceptados han estado en la primera licitación entre 59,8% y 64,8% con un promedio de 63,3% y en la segunda, cayeron considerablemente y fueron entre un mínimo de 42,9% y un máximo de 48,9% con un promedio de 46,1%.

El total de proyectos adjudicados fue de US\$ 242 millones, el valor nominal de la deuda convertible fue de US\$ 200 millones, y el valor efectivo de conversión de US\$

108 millones. El número de bancos participantes, para agregar un poco de información, fue creciente en la primera licitación, 10 bancos y en la segunda, 13 bancos, eliminando duplicaciones el total fue de 16 bancos. Cuatro bancos concentraban el 80% de las adjudicaciones, incorporando uno más, cinco bancos, el 90%.

No hubo adjudicaciones dentro de un subcupo especial de US\$ 5 millones de cada licitación que se reserva para las pequeñas y medianas empresas con el requisito de que presenten proyectos no superiores a US\$ 1 millón.

Hubo un número apreciable de proyectos medianos, en rigor, hubo todo el espectro de proyectos desde medianos a grandes.

Las pequeñas y medianas empresas no compitieron en el subcupo, debido a que con los descuentos ofrecidos entraron a la licitación general.

Los títulos que se ofrecieron para cancelación fueron títulos de hacienda, del Banco Central, de empresas públicas, pero también de bonex. No hemos tenido casos de imperfecciones en los títulos presentados. Algunas presentaciones correspondían a inversiones extranjeras, no solamente a residentes y para completar esta rápida revisión, los proyectos se concentraron en las industrias de alimentación y bebida, de productos químicos e industria mecánica y automotriz.

Un elemento muy importante para mencionar antes de dejar el tema, es que la relación entre los fondos obtenidos a través de la conversión y el costo total del proyecto fue, en promedio, del orden del 45%. De modo que lo que podríamos llamar otros fondos fueron del 55%.

Paso ahora a referirme al segundo régimen, que es el de conversión de deuda privada externa en inversión; en términos generales, este régimen consiste en la cancelación anticipada de deuda externa del sector privado condicionada a la aplicación del producto de esa cancelación a una inversión en la empresa deudora.

Existen dos o tres sub-regímenes, pero en honor a la brevedad, me limitaré a decir que por este régimen se han cursado operaciones sólo del orden de unos US\$ 30 millones y se halla temporariamente suspendido, porque se está evaluando la introducción de un mecanismo licitario que incorpore el descuento o la oferta de descuento a la aprobación de las operaciones.

Finalmente, el régimen que se encuentra próximo a implementarse es el de aplicaciones de la deuda externa a la cancelación de préstamos y redescuentos.

Este proyecto prevé un régimen de rescate de deuda externa pública bajo, pero subordinado a que los fondos se apliquen posteriormente a la cancelación de redescuentos que han sido otorgados por el Banco Central y a la realización de un aporte irrevocable entre los títulos de la oferta por un importe mínimo equivalente al valor de los redescuentos que se cancelan.

Las ofertas podían ser formuladas por cualquier deudor de la entidad financiera receptora de las líneas de redescuentos que se cancelan, sea que este deudor cuente con fondos de redescuentos del Banco Central o no. Al igual que en el primer caso,

el de conversión de deuda pública externa e inversiones, el Banco organizaría un proceso licitatorio en el cual los interesados deben realizar una oferta de cancelación con títulos de la deuda pública externa sujeto a un descuento y las mejores propuestas surgirán de relacionar el valor presente de los redescuentos estimados por el Banco Central, quien tendrá que fijar la tasa de descuento para los futuros vencimientos con las obligaciones externas a valor nominal que se ofrezcan para la conversión.

Respecto de los redescuentos que se ofrezcan para cancelación, el proyecto establece, tal como estaba previsto en el plan financiero, que debe tratarse de líneas con vencimientos mayores a dos años, contados a partir de la fecha de cada licitación y se prevé también la participación de inversiones del exterior sujetas a la ley de inversiones extranjeras.

Dado el volumen que infortunadamente han alcanzado los redescuentos en Argentina, este régimen permitirá una ampliación apreciable de los mecanismos de conversión de deuda, facilitando el objetivo de desregulación del sistema financiero, a través de la disminución de la función de intermediación financiera, que impropiamente el Banco Central asumió en el pasado.

ponde al tipo Anexo 2 del Capítulo XIX del Compendio de Normas de Cambios Internacionales del Banco Central de Chile, en donde tenemos un conjunto de pautas directas de inversión llevadas a la práctica por un administrador de fondos, con una alta preferencia por capitales propios. Podemos observar este tipo de medios de inversión en una gran cantidad de países. Nosotros no hemos tenido un rol sustancial en ellos, pero sí podemos decir que hemos participado en más de alguno.

Nosotros, particularmente, nos hemos sentido más cómodos hasta el momento aquí en Chile en lo que podemos llamar genéricamente, el fondo de conversiones de operación conjunta, el que realmente no constituye un término descriptivo muy saludable, pero que involucra un número relativamente pequeño de inversionistas y un conjunto de pautas de inversión. Sin embargo, la puesta en práctica de las mismas por el administrador del fondo, aún requiere de un proceso activo de aprobación por parte de, al menos, cierta mayoría de los inversionistas. Es así como existe una serie de diferencias entre ésta y las categorías previas.

Aparte de la proposición del proyecto único, el cual es bastante más simple, si tomamos alguna declaración sobre las perspectivas de estas otras dos categorías mayores, parece ser que en ellas siempre existirán frases muy representativas como la que paso a citar: "el Fondo Fulano ofrece a instituciones de participación financiera la oportunidad de mejorar la calidad de sus activos por medio de su conversión y participación en un fondo de inversiones en función del costo, diversificado y administrado profesionalmente, con oportunidades de valoración del capital y eventual comercialización". Esto me suena como una declaración bastante razonable, lo parecía hace dos años y aún lo parece. Si así es el caso, creo que nos proporciona una pauta para pensar por qué parece ser que estos vehículos de inversión son menores en cantidad y tamaño de lo que podríamos haber esperado cuando recién comenzamos a trabajar en esto.

Adivino que la respuesta es bastante simple, ha probado ser más difícil de lo anticipado originalmente el juntar un grupo de inversionistas con objetivos inversionistas similares y ha probado ser más díficil de lo anticipado originalmente el encontrar inversionistas con aspiraciones similares en lo que se refiere al establecimiento de tasas de rendimiento ajustadas por el riesgo. Creo que si sólo se tiene un interés pasivo en este tema, se diría: "pásenme el tenedor y el cuchillo y me prepararé para el almuerzo". Sin embargo, si es preciso involucrarse un poco más, ya sea promoviendo un fondo o considerando la participación en un fondo, creo que habría que introducirse en los elementos que influyen individualmente en esos dos factores

Ciertamente, en el caso de Chile, con al menos 100 bancos con una disposición suficientemente significativa al préstamo como para garantizar la administración activa de esa cartera, ese parecería ser un mercado lo suficientemente grande como para poder juntar a la gente necesaria. No hay duda de que tal situación sucede, pero en forma más lenta de lo que esperábamos originalmente.

Nuestra intención aquí es tratar de identificar -no los criterios subjetivos como la buena o mala administración- sino más bien algún criterio objetivo que se relacione con estas ecuaciones de tasa de rendimiento y objetivos de inversión. Hemos separado éstas en diferenciaciones legales, tributarias y contables, las cuales no son tan despiadadas como aparentan ser.

XX. INVERSIONES COMBINADAS: UNA CRITICA A LOS SWAPS DEUDA/CAPITAL A TRAVES DE LOS FONDOS DE CONVERSION DE DEUDA

Expositor: Sr. Joseph Martin (*)

Hablar hacia el final de una conferencia de dos días, obviamente requiere un mayor esfuerzo al tratar de no duplicar demasiado los comentarios anteriores, y también, requiere que uno hable en forma, aparentemente, más rápida que lo normal.

Nosotros intentábamos hablar originalmente de algunos campos de inversión en los cuales estamos trabajando, pero, al averiguar cuáles eran las presentaciones anteriores, tuvimos que cambiar un poco de dirección y escogimos el tema sobre el cual hablaremos ahora; vamos a llamarlo de inversionistas asociados, no solamente porque se comenta mucho en Santiago en estos días, así como en otros países, sino porque a lo menos nuestra opinión es de que ha sido más complicado, y más difícil tener un exitoso arranque en este campo, que lo que esperábamos por lo menos nosotros hace un año y medio o dos años atrás. No significa que no habrá éxito en el arranque, solamente de que ha sido más difícil y más complicado. Entonces, quizás, es legítimo analizar cuáles serían los factores que tienen alguna influencia en este tema.

Cuando analizamos o promovemos ideas para agrupar inversiones o inversionistas en otros países, y ciertamente también en Chile, creo que genéricamente las dividimos mentalmente en tres categorías distintas.

Primero, y formando la categoría más directa, tenemos el sindicato de capitales propios en un proyecto único, lo cual conlleva implicaciones legales en los Estados Unidos y, en opinión de muchos con los que he conversado aquí, implicaciones legales que se volverán más generalizadas en un futuro cercano.

Una segunda categoría que hemos tratado frecuentemente, la constituye una estructura similar a la que hemos estado conversando estos últimos días, y que corres-

^(*) Vicepresidente del Chemical Bank para América Latina.

ponde al tipo Anexo 2 del Capítulo XIX del Compendio de Normas de Cambios Internacionales del Banco Central de Chile, en donde tenemos un conjunto de pautas directas de inversión llevadas a la práctica por un administrador de fondos, con una alta preferencia por capitales propios. Podemos observar este tipo de medios de inversión en una gran cantidad de países. Nosotros no hemos tenido un rol sustancial en ellos, pero sí podemos decir que hemos participado en más de alguno.

Nosotros, particularmente, nos hemos sentido más cómodos hasta el momento aquí en Chile en lo que podemos llamar genéricamente, el fondo de conversiones de operación conjunta, el que realmente no constituye un término descriptivo muy saludable, pero que involucra un número relativamente pequeño de inversionistas y un conjunto de pautas de inversión. Sin embargo, la puesta en práctica de las mismas por el administrador del fondo, aún requiere de un proceso activo de aprobación por parte de, al menos, cierta mayoría de los inversionistas. Es así como existe una serie de diferencias entre ésta y las categorías previas.

Aparte de la proposición del proyecto único, el cual es bastante más simple, si tomamos alguna declaración sobre las perspectivas de estas otras dos categorías mayores, parece ser que en ellas siempre existirán frases muy representativas como la que paso a citar: "el Fondo Fulano ofrece a instituciones de participación financiera la oportunidad de mejorar la calidad de sus activos por medio de su conversión y participación en un fondo de inversiones en función del costo, diversificado y administrado profesionalmente, con oportunidades de valoración del capital y eventual comercialización". Esto me suena como una declaración bastante razonable, lo parecía hace dos años y aún lo parece. Si así es el caso, creo que nos proporciona una pauta para pensar por qué parece ser que estos vehículos de inversión son menores en cantidad y tamaño de lo que podríamos haber esperado cuando recién comenzamos a trabajar en esto.

Adivino que la respuesta es bastante simple, ha probado ser más difícil de lo anticipado originalmente el juntar un grupo de inversionistas con objetivos inversionistas similares y ha probado ser más díficil de lo anticipado originalmente el encontrar inversionistas con aspiraciones similares en lo que se refiere al establecimiento de tasas de rendimiento ajustadas por el riesgo. Creo que si sólo se tiene un interés pasivo en este tema, se diría: "pásenme el tenedor y el cuchillo y me prepararé para el almuerzo". Sin embargo, si es preciso involucrarse un poco más, ya sea promoviendo un fondo o considerando la participación en un fondo, creo que habría que introducirse en los elementos que influyen individualmente en esos dos factores

Ciertamente, en el caso de Chile, con al menos 100 bancos con una disposición suficientemente significativa al préstamo como para garantizar la administración activa de esa cartera, ese parecería ser un mercado lo suficientemente grande como para poder juntar a la gente necesaria. No hay duda de que tal situación sucede, pero en forma más lenta de lo que esperábamos originalmente.

Nuestra intención aquí es tratar de identificar -no los criterios subjetivos como la buena o mala administración- sino más bien algún criterio objetivo que se relacione con estas ecuaciones de tasa de rendimiento y objetivos de inversión. Hemos separado éstas en diferenciaciones legales, tributarias y contables, las cuales no son tan despiadadas como aparentan ser.

El proceso de toma de decisiones, en donde se decide el aprobar o no aprobar una inversión generada por un administrador de fondos, varía de acuerdo con los diferentes tipos de fondos mencionados con anterioridad. Esta no corresponde en absoluto a una decisión del tipo mecánico porque las implicancias contables de los diversos marcos de decisión, especialmente dentro del ambiente existente en los Estados Unidos, pueden variar significativamente tanto en la sincronización como en la magnitud de los descuentos que un inversionista deberá efectuar en las etapas tempranas del fondo para determinar el valor justo de mercado de la inversión resultante. Si se tiene un efecto contable significativo, sospecho que él mismo se relacionará finalmente con un efecto tributario, en la medida que si se estudia una inversión a base de los impuestos -los cuales se pagan o no se pagan a base de esta determinación contable- se hablará del efecto de la afluencia de fondos o movimiento de efectivo. Al hablar del movimiento de efectivo en los años tempranos de dicha inversión, muy claramente se está ya relacionando la fórmula de las tasas de rendimiento y lo difícil que es encontrar inversionistas en ambientes diferentes que concuerden en el establecimiento de una tasa de rendimiento apropiada.

Es así como lo que parece ser bastante simple en sus comienzos, semejando una decisión mecánica, de hecho, se transforma en lo que hemos sugerido como uno de los principales obstáculos para determinar la tasa de rendimiento.

Para abordar estos problemas de una manera más comprensiva y explícita, cederé ahora la palabra a Heidi Miller. Expositor: Sra. Heidi Miller (*)

Como se ha mencionado en los párrafos anteriores, teóricamente, la inversión compartida y las estructuras combinadas parecen ser muy prometedoras. Sin embargo, en realidad no en todos los casos han tenido el éxito ambicionado originalmente, especialmente entre los bancos estadounidenses. Además, debo decirles que mis comentarios aquí dicen relación exclusivamente con los bancos inversionistas norteamericanos.

Estoy aquí para discutir el por qué las inversiones combinadas pueden no ser la forma ideal para muchos de los bancos norteamericanos, dadas las restricciones legales, fiscalizadoras, tributarias y contables, y dado el problema de los objetivos de inversión.

Al hablar sobre los objetivos de inversión, tasas de rendimiento y tasas de rendimiento obstaculizadas, debemos hablar primero sobre las pérdidas -iniciales y vigentes- especialmente en un sentido contable. En consecuencia, permítanme empezar con los problemas contables y con el American Institute of Certified Public Accountants (AICPA), el cual constituye la conciencia de los bancos norteamericanos. El AICPA, como se le conoce abreviadamente, tiene dentro de sus actividades el detallar el tratamiento contable que deben seguir los bancos al efectuar swaps de fondos o al entrar en una participación directa en cuestiones de capital propio o accionario en el exterior.

En forma muy simple, uno de los boletines expresa: "En un intercambio de activo, se debe considerar el valor equitativo del activo recibido con el propósito de que el banco llegue a una valoración apropiada, la que en definitiva determinará la pérdida inicial".

En el caso de una inversión efectuada directamente en una compañía, los auditores inspeccionarán minuciosamente el movimiento de efectivo relacionado con dicha inversión; esto es, el valor actual descontado de los movimientos de efectivo con el activo neto liquidable recibido. Luego revisarán también las emisiones similares de capital propio accionario en el mercado para ver si éstas son acciones transables o si existe otra evidencia de importancia.

Esta habilidad de mirar la inversión, neutraliza la consideración dada al valor del instrumento en el mercado secundario, el cual ha contribuido al swap deuda/capital. En consecuencia, resulta muy importante para el banco que desee minimizar los castigos o cargos por depreciación. Permítanme enfatizar que, en ausencia de una evidencia lo suficientemente sólida de movimiento de efectivo u operaciones o valor del activo, los auditores de los Estados Unidos se remitirán siempre a lo que se considera la evidencia del valor, la cual es precisamente el mercado secundario, no importa cuánto insistamos en que ella no constituye la representación verdadera del valor.

Desafortunadamente, la contabilidad o proceso contable de una inversión en un fondo mutuo resulta un poco más cara para un banco norteamericano que el proceso

^(*) Vicepresidente del Chemical Bank para América Latina.

contable para una inversión deuda/capital directa en operaciones vigentes. Esto se debe a que el banco pierde el control de los instrumentos con los cuales contribuye. En otras palabras, los mismos no pueden recuperarse a voluntad y además, el banco inversionista pierde el control de las inversiones y reinversiones subsecuentes.

El AlCPA cree, por lo tanto, que esto demuestra un intento de venta por parte de los bancos norteamericanos, luego, el valor del activo, en este caso del fondo mutuo, se estima como equivalente o cercano al valor en el mercado secundario. Al final, esto es exactamente como si un banco hubiese vendido al contado en el mercado secundario.

Sin embargo, la contabilidad o proceso contable de un fondo de conversión o fondo de inversión, en donde los socios mantienen el control sobre sus inversiones, sobre las reinversiones subsecuentes y sobre el momento de su contribución al fondo o inversión a través de los instrumentos apropiados, hace que la misma difiera del proceso contable para el fondo mutuo. En este caso, las pérdidas pueden diferirse hasta que los instrumentos de deuda sean realmente requeridos para alguna inversión específica. En consecuencia, los bancos inversionistas pueden mirar nuevamente el valor equitativo de la inversión real, como fue el caso en la inversión directa del capital propio o accionario.

Como lo dijimos con anterioridad, la sincronización de las pérdidas y la magnitud de las mismas afectará marcadamente la tasa de rendimiento que el banco habrá de ganar y es, por lo tanto, una consideración de primer orden para el banco.

Es así como podrán apreciar, a partir de estas cortas observaciones, que las pérdidas contables a las cuales están expuestos los bancos norteamericanos pueden ser bastante pesadas, a pesar del atractivo económico de la inversión. De allí que la estructura del medio de inversión tenga una importancia clave y lo mismo ayuda a explicar parcialmente el por qué los fondos mutuos con administración externa, que retienen el control exclusivo, pueden no ser particularmente deseables para los bancos norteamericanos, los que no desean enfrentar pérdidas sustanciales al comienzo.

No entraré aquí en detalles sobre la contabilidad o proceso contable post-adquisición de swaps deuda/capital. Solamente quisiera dejarles con la idea o pensamiento de que las pérdidas iniciales no son las únicas pérdidas a las que los bancos norteamericanos pueden estar sujetos. También deben tratar con el impacto vigente de las pérdidas contables debido a participaciones minoristas en inversiones no-financieras. Estas reglas contables no son particularmente favorables, pues, con unas pocas excepciones, tales inversiones deben responder como movimiento de efectivo, es decir, el banco sólo deberá reconocer el ingreso cuando los dividendos se paguen en dólares estadounidenses, aunque al mismo tiempo, las devaluaciones y la efectiva inflación doméstica hagan variar el valor de la inversión en capital propio o accionario en el balance general.

Si el banco ha efectuado alguna inversión en un fondo mutuo y si el fondo mutuo retiene acciones 100% transables en una Bolsa de Comercio local y la intención del fondo es maximizar el valor a través de la comercialización al corto plazo, entonces será posible también que las cuentas del banco requieran que él mismo marque el mercado con el valor del fondo en una base mensual o trimestral.

En resumen, los bancos norteamericanos deben tratar con un ambiente contable que no es particularmente benévolo con las perspectivas económicas de un swap de capital propio o accionario. Ya hemos tratado suficientemente este tema de modo que vayamos ahora al aspecto tributario.

Las consideraciones tributarias son igualmente complicadas. No puedo dar el tiempo merecido a la complejidad de los impuestos norteamericanos y mi discusión no tiene la intención de ser tan exhaustiva, solamente puedo esperar proporcionarles un atisbo de las preocupaciones de los bancos inversionistas norteamericanos bajo la Ley de Reforma Tributaria de los Estados Unidos de 1986.

Creo que los problemas de tributación constituyen una fuerza impulsora en la atracción o repulsión de los inversionistas. Los impuestos de retención, impuestos sobre la renta y los impuestos sobre las ganancias, en los Estados Unidos o en el extranjero, afectan la rentabilidad de las inversiones y en consecuencia, forman parte del cálculo de la inversión para los bancos norteamericanos: por lo tanto, el entender este aspecto constituye una necesidad crítica.

Bajo la Ley de la Reforma Tributaria de los Estados Unidos de 1986, los impuestos extranjeros gravan los créditos disponibles para el inversionista. Los impuestos de retención pagados en el exterior dependen de la extensión de la posesión de una inversión y de si la misma es de naturaleza financiera o no-financiera. En general, los créditos para los impuestos extranjeros son limitados, de modo que los impuestos extranjeros pagados sólo pueden compensar los impuestos norteamericanos por los ingresos que provienen de esa fuente extranjera. Permítanme explicar esto con mayor claridad.

Si el Chemical Bank, por ejemplo, quisiera llevar a cabo una inversión en capital propio o accionario en una industria de servicios no-financieros en Chile, los ingresos y los impuestos de retención pagados, devengados de los dividendos que provienen de esa inversión, se compensarán entre sí; pero no habrá forma alguna para que las cuentas del banco utilicen un exceso de crédito por concepto de impuestos de retención a favor de otras fuentes de ingresos del exterior. En consecuencia, cada inversión en capital propio o accionario se toma como una canasta separada. La única excepción a esta regla son los ingresos por servicios financieros, los que se pesan en su propio canasto-doméstico y foráneo. El ingreso por servicios financieros constituye la gran mayoría de los ingresos bancarios, ya que engloba todos los préstamos comunes interesantes, como asimismo el ingreso por dividendos, producto de las inversiones en instituciones financieras. Los impuestos de retención extranjeros devengados por las inversiones son puestos dentro de esta canasta mayor de ingresos y serán, por lo tanto, acreditables a la mayor obligación tributaria norteamericana para el banco.

Pueden apreciar, entonces, por qué los bancos norteamericanos están tan interesados en los medios de inversión estructurados para maximizar su habilidad de compensar los impuestos extranjeros pagados contra su mayor obligación tributaria estadounidense.

En la inversión directa, los bancos norteamericanos tenían quizás una buena maniobrabilidad -no se puede convertir una mina de oro en una institución financierasin embargo, los fondos mutuos se establecen generalmente como socios, por ejemplo, para permitir la máxima latitud al tratar con las autoridades norteamericanas con el fin de obtener el uso máximo posible de crédito por impuestos foráneos. Como sociedades de confianza, también las corporaciones afines permiten el libre paso de las pérdidas hacia el retorno original en el año en que las mismas fueron incurridas.

Sin embargo, debe recordarse que los fondos, o las inversiones, que operan en jurisdicciones de alta tributación, como en México, por ejemplo, en donde el impuesto de retención es del 55%, se verán en todos los casos afectados negativamente si la inversión no es de naturaleza financiera. Esto es porque la máxima tasa impositiva norteamericana es del 34%, lo que significa que el banco inversionista no será capaz de realizar el beneficio total o el potencial de los impuestos de retención pagados. Claramente, Chile, con un impuesto de retención del 32% ofrece un problema similar y resulta muy competitivo en este aspecto para los bancos norteamericanos.

Es posible concluir en forma general que los bancos norteamericanos evitarán siempre participar en inversiones en aquellos países en donde la tasa impositiva de retención exceda marcadamente la tasa impositiva norteamericana. Sin embargo, más importante aún, los objetivos tributarios de varios participantes de la inversión en medios combinados deben identificarse tempranamente, ya que el objetivo de cada banco y la importancia atribuida a esos objetivos, puede variar dependiendo de una serie de factores, entre los que se destacan las pérdidas en el país de procedencia y las decisiones tributarias específicas del inversionista.

Las restricciones tributarias y contables constituyen ya un problema suficiente para los bancos norteamericanos. Permítanme decir ahora algunas palabras con respecto al ambiente regulador o fiscalizador.

En general, la inversión bancaria en una propiedad accionaria directa o en un fondo mutuo estará gobernada por el Reglamento K del Bank Holding Company Act (Ley de Sociedades Inversionistas Bancarias). Este reglamento gobierna las inversiones de cartera en servicios no-financieros en países extranjeros. En realidad, esta reglamentación fue generosamente liberalizada en febrero del año pasado haciendo más fácil para los bancos el entrar en los swaps deuda/capital. Sin embargo, no debemos concluir equivocadamente que no existen parámetros, porque los hay. El Reglamento K tiene la intención de controlar que los bancos no se salgan del negocio bancario en forma doméstica o en el extranjero.

La Federal Reserve Board mantiene a los bancos dentro de las posibilidades de inversión, y les impide ocupar posiciones en industrias relacionadas con los servicios financieros, y a pesar de la liberalización del Reglamento K, la intención aún permanece vigente.

Bajo las nuevas pautas, los bancos pueden invertir hasta en un 40% de las acciones en compañías no-financieras del sector privado por medio de swaps. Previamente, el límite era del 20%. Ahora los bancos pueden retener una inversión deuda/capital independiente por dos años más allá del período durante el cual la repatriación total de la inversión está restringida por el país antitrión, con un período de retención máximo de 15 años. El período de retención previo era de 5 años.

Los bancos pueden invertir ahora hasta la cantidad mayor entre un 1% del capital

accionario de la sociedad inversionista bancaria o 15 millones de dólares, sin necesidad de notificarlo a la Federal Reserve Board. Previamente, el límite en total era de 15 millones de dólares. Además, los bancos pueden ahora proveer préstamos a las compañías en las cuales toman posiciones de capital, lo que constituye un cambio muy importante considerando que con toda probabilidad los bancos norteamericanos examinarán las posibilidades de inversión de sus propios clientes.

Todos estos cambios proveen a los bancos norteamericanos con una mayor flexibilidad en el tipo y cantidad de las inversiones y oportunidades disponibles. Sin embargo, esto no implica que no existan restricciones. Por ejemplo, el Reglamento K sigue prohibiendo la inversión directa en compañías extranjeras involucradas activamente en operaciones dentro de los Estados Unidos a través de subsidiarias. Esta restricción se aplica también a una inversión en un fondo mutuo cuando dicho fondo posee acciones en una compañía involucrada activamente en negocios dentro de los Estados Unidos. Esta restricción, de hecho, puede crear un área de conflicto futuro si se considera que la mayoría de los fondos e inversiones buscan inversiones con orientación exportadora, ciertamente que para ello el mercado norteamericano resulta muy atractivo. Esto no quiere decir que dichos bancos estadounidenses no pueden invertir en aquellas compañías que venden a los Estados Unidos, porque la Federal Reserve Board hace la distinción entre la venta de un bien durable fabricado en Chile y la fabricación del mismo en los Estados Unidos. En todo caso, ésta es un área sensible por la cual los gerentes deben tener una dosis de preocupación.

Otra área de preocupación para los bancos norteamericanos está constituida por la consolidación. Esto implica que mientras un banco estadounidense puede retener hasta el 40% de una compañía, no es efectivo que dos bancos puedan retener el 80%. De hecho, lo contrario es verdadero, y como dije anteriormente, la Federal Reserve Board no desea ver a los bancos norteamericanos controlando intereses en operaciones no-financieras en el extranjero; por lo tanto, ha restringido la propiedad del capital accionario global por parte de dichos bancos para prohibir la confabulación de dos de ellos en el intento de controlar una compañía extranjera no-financiera.

Cualquier fondo que involucre la participacion de una cantidad de bancos norteamericanos tendrá que operar dentro de estas pautas generales del Reglamento K, como lo debe hacer todo sindicato de propiedades accionarias. Sin embargo, en general, las disposiciones limitadoras, desde febrero pasado, no parecen ser ya los grandes obstáculos que existían hace sólo un año e indica el reconocimiento del gobierno norteamericano por la conveniencia de los swaps deuda/capital por parte de los bancos nacionales.

He intentado entregarles hoy algún atisbo de los intereses bancarios norteamericanos al analizar las inversiones combinadas en fondos de capital accionario, fondos mutuos o fondos de conversión. Ciertamente, no quiero decir que ningún banco norteamericano será atraído jamás a alguno de estos medios. Sólo quiero precaver que dadas ciertas limitaciones tributarias, contables y fiscalizadoras, los bancos norteamericanos se acercarán a estos medios de inversión con extrema precaución, dadas sus posiciones de reserva específicas, suficiencia de capital y objetivos a largo plazo. Esto hace del marketing un asunto delicado ya que un agente deberá determinar la constitución apropiada del grupo inversor combinado para la inversión inminente en particular.

XXI. DISCURSO DE CLAUSURA

Expositor: Sr. Hernán Büchi Buc (*)

Me corresponde dar conclusión a estas dos intensas jornadas que ustedes han dedicado a analizar en detalle las perspectivas de inversión y crecimiento que Chile ofrece actualmente. La concurrencia tan representativa a esta reunión es una demostración más del interés que despierta hoy la economía chilena.

En verdad, la economía en vigencia enfrenta una coyuntura de particular interés. Como lo han expresado los expositores anteriores, esta economía es una de las pocas de la región que ha superado la gran recesión internacional de 1982-1983, y avanza ya sobre terreno firme. Las oportunidades de crecimiento que tiene por delante son auspiciosas, porque durante quince años se han aplicado políticas sistemáticamente dirigidas hacia ese objetivo y porque los actuales precios internacionales de nuestras exportaciones son convenientes. Pero los desafíos que debemos superar son importantes: mantener firme el curso de una política económica que exige realismo y visión de largo plazo, venciendo las incertidumbres que todavía suscita el panorama financiero mundial, el natural cansancio que provocan los esfuerzos largamente sostenidos, y las tentaciones que ofrecen las bonanzas pasajeras de los términos de intercambio.

No necesito extenderme en el tema de las trascendentales reformas estructurales llevadas a cabo durante los últimos quince años. Ellas han sido tratadas ya por varios de los expositores. Sus objetivos son en realidad, hoy, ampliamente compartidos tanto en Chile como en el exterior: "lograr un crecimiento orientado hacia el exterior y liderado por la actividad empresarial privada". La generalidad de las iniciativas económicas del gobierno se han dirigido a construir sistemática y consistentemente un sistema económico capaz de movilizar al máximo la capacidad creativa de la iniciativa privada hacia los amplios y estimulantes mercados mundiales.

^(*) Ministro de Hacienda.

Pero, lo que no siempre se comprende y aprecia es que la tarea de orientar el crecimiento exige reformas que demandan grandes esfuerzos y demoran largos años - a veces décadas- en mostrar sus resultados. Esto suele chocar con las exigencias de los acreedores externos, que en determinadas ocasiones se dejan llevar por visiones de corto plazo. Buen ejemplo de los problemas que ello puede acarrear, fue la crisis de confianza que se desató entre los acreedores bancarios de Chile y otros países en 1982-1983, la cual, a juzgar por los resultados que hoy exhibe el país, no era justificada en la forma extrema que tomó. El crecimiento actual de nuestras exportaciones y el desarrollo de nuestra economía provienen, en buena medida, de los frutos de las políticas y de las inversiones que en ese momento se estaban gestando o estaban ya en desarrollo.

Los esfuerzos requeridos y el tiempo que éstos tardan en revelar sus resultados choca también contra la explicable impaciencia de la población, especialmente los más pobres, cuya capacidad de sacrificio es menor. La población chilena ha realizado un formidable esfuerzo de ahorro y de trabajo para sacar a Chile adelante, esfuerzo que la red de ayuda social creada en estos años ha moderado para los más necesitados de nuestros compatriotas. La tarea ha sido especialmente ardua porque desde 1975 en adelante, el país ha sufrido un marcado empobrecimiento causado por la disminución del poder de compra de sus exportaciones. En efecto, los términos de intercambio, el precio real de las exportaciones, fueron durante ese período el 60% inferior en promedio que en 1970. Bastaría que en un año, por ejemplo en 1987, el precio del cobre hubiese sido equivalente en términos reales al observado en 1970, es decir, US\$ 1,78 libra, para que las exportaciones totales hubieran alcanzado US\$ 7.800 millones, cifra mayor en US\$ 2.600 millones que la efectivamente registrada, y la deuda externa como proporción de las exportaciones en vez de ascender a 3,3 veces, habría sido 2,3 veces levemente inferior al valor registrado en 1970.

Es cierto que las adversas condiciones externas podrían haber sido, en alguna medida, paliadas por los incrementos de la deuda externa. Si así fuese, tales condiciones no habrían en realidad afectado la capacidad de gasto de la economía chilena. Pero desgraciadamente, los créditos externos -bien sabemos- no se regalan; los créditos externos exigen el pago de intereses. De hecho hay estudios demostrativos de que entre 1973 y 1987, el 85% del crecimiento de la deuda corresponde al refinanciamiento de los intereses correspondientes, que han sido en el mundo los más altos del siglo, desde 1981 en adelante.

Es la conjunción de dos factores negativos (malos precios internacionales para nuestras exportaciones y alto costo del crédito externo) lo que implica que el crecimiento de los ingresos y gastos haya sido insatisfactorio. Más lento habría sido, sin embargo, si se hubiesen mantenido las políticas vigentes hasta 1973, que cargan con la responsabilidad histórica de haber malgastado y desperdiciado la inmejorable oportunidad de crecimiento que Chile tuvo en la década previa a 1973, cuando el precio promedio del cobre ascendió a US\$ 1,70 por libra en moneda de 1987. Aun así, los insostenibles niveles de gastos alcanzados en los años 1970-1973, en circunstancias internacionales incomparablemente mejores que las actuales, debieron ser más tarde dolorosamente pagados por hiperinflación, desempleo y recesión. El camino de desarrollo que hemos ofrecido -y lo reiteramos ahora, en este momento crucial de la historia de Chile- es de trabajo y progreso personal.

Ha sido un crecimiento sólido basado en la capacidad productiva del país lo que hemos experimentado en los últimos cuatro años: un auténtico proceso de ajuste con crecimiento, como al que aspira gran parte de los países que han sufrido la crisis de la deuda. Entre 1984-1987 el P.G.B. creció a una tasa promedio anual de 5%, alcanzando este último año un nivel de 3,8% superior al peak anterior de 1981. La expansión fue -tal como se previó- liderada por las exportaciones y la inversión. El volumen físico de las exportaciones totales de bienes y servicios creció a un ritmo promedio de 8,0% al año, con una participación preponderante de las exportaciones de productos no cupreros, los cuales aumentaron a una tasa anual de 14,0%, también en términos de volumen físico. La inversión bruta en capital fijo, por su parte, creció a un ritmo promedio de 11,6% al año en términos reales, pasando así de representar un mero 12% del P.G.B. en 1983, al 16% en 1987, proporciones ambas medidas a precios corrientes. En plena concordancia con el objetivo de incrementar el ahorro, el consumo experimentó un patrón de aumento considerablemente más moderado, pero suficiente eso sí para acusar una leve recuperación en términos per cápita. El ahorro doméstico, en consecuencia, creció de 12,5% del P.G.B. en 1983 a 21% en 1987, mientras que el ahorro nacional, esto es, la porción del ahorro doméstico destinada al financiamiento de la inversión, pasó del 4,4% del P.G.B. al 12,6%. El ahorro doméstico remanente, corresponde, como es sabido, al servicio de los intereses de la deuda externa.

Los avances anteriores se han logrado en un contexto financiero mundial compleio, en el cual a Chile no le ha sido fácil vencer las reticencias de inversionistas y bancos extranjeros. Mediante la laboriosa renegociación de las deudas y la obtención de créditos nuevos y otros financiamientos, el país ha podido sortear satisfactoriamente los problemas del financiamiento externo. En su relación con los acreedores, el país ha sido realista y pragmático, aunque ha buscado con imaginación los caminos más eficientes para reducir sus índices de endeudamiento y reabrir un acceso expedito al mercado de capitales mundial. Un ejemplo de ello, y el cual ustedes con seguridad dominan. son los mecanismos de conversión de deuda externa. Otro ejemplo, es la reciente flexibilización (acordada con el Comité Asesor de bancos acredores) de las condiciones que limitaban la emisión y colocación de bonos y otros instrumentos de deuda por parte de Chile, en el mercado de capitales mundial, en condiciones que pudieran hacerlos verdaderamente atractivos. Chile ha sabido resistir la tentación de seguir caminos rupturistas en las negociaciones con la banca. Hoy, creemos, comienza a beneficiarse de la buena reputación conseguida. Sin embargo, desalienta ver que países desarrollados no parecen mostrar igual disciplina cuando se trata de aceptar en sus mercados a nuestros productos de exportación. La reciente decisión de la Comunidad Económica Europea (CEE) de limitar el acceso de la fruta chilena es grave, porque equivale en lo comercial, a lo que en lo financiero sería la moratoria unilateral de los pagos de la deuda externa. Contío en que, progresivamente, podremos superar ésta y otras muestras de proteccionismo que limitan la expansión de nuestras exportaciones y que constituyen hoy, quizás, el principal desafío externo al logro de un desarrollo permanente para países como los nuestros.

Antes de analizar la evolución y proyecciones de la economía en 1988, conviene detenerse a reflexionar sobre dos aspectos con los cuales dicha evolución debe ser consistente, si es que realmente nos encontramos en situación de ingresar a un período de crecimiento sostenido.

Como ya indicamos, 1987 marcó el fin de la recesión al superarse el producto

previo a la crisis. Las reformas estructurales están dando sus resultados, pero ello debe reflejarse en la mantención de un proceso de inversión, en un aumento de nuestras exportaciones, en el equilibrio de nuestra Balanza de Pagos y en la inflación, los cuales deben ser notorios en el año en que vivimos, no sólo en cifras sino también en el ánimo y percepción de inversionistas, empresarios y público en general.

Por otro lado, desde fines del año pasado, el país ha experimentado una mejoría en las condiciones externas que enfrenta, reflejada en un aumento del precio del cobre, aun cuando éste sea todavía lejano a lo vivido antes de 1973. Esta situación constituye una prueba para demostrar si finalmente sabremos mantener nuestro rumbo, sin desviarnos, deslumbrados ante el primer destello de una riqueza fácil que no existe. Sin duda, debe hacerse uso de las mejores condiciones que la fortuna nos dé, pero no para destruir toda una obra, sino para reforzarla y hacerla más llevadera.

Para situaciones como la mencionada, el Gobierno diseñó el mecanismo del Fondo de Compensación del Cobre, que permite acumular parte de los ingresos que generan los momentos de auge en el precio para enfrentar las caídas, a veces bruscas, del veleidoso metal. La diferencia que no debe formar parte de dicho fondo, puede ser usada para moderar las exigencias de austeridad en el consumo que la realidad nos impone, sin poner en juego, en ningún caso, la estratégica modernización de la estructura productiva en aplicación, en especial el desarrollo de nuestras exportaciones y la necesidad de crear una disciplina del ahorro.

Las medidas adoptadas en los últimos meses: desgravación arancelaria, adelanto en la disminución en el impuesto variable a los combustibles, numerosos refuerzos a los programas sociales de apoyo a los más necesitados (que han informado distintas autoridades de Gobierno), están todas insertas en el contexto descrito, es decir, moderar con realismo los esfuerzos de austeridad sin comprometer los elementos básicos de la estrategia que nos permitirá alcanzar el desarrollo.

Al analizar las cifras de 1988, las ya conocidas y las proyectadas, podemos tener la tranquilidad de que todas ellas nos ratifican que efectivamente nos encontramos ante un proceso que puede sostenerse en el tiempo, y que la mejoría de los términos de intercambio se está compartiendo entre una moderación de los esfuerzos que exige el desarrollo y la creación de reservas para enfrentar las dificultades impredecibles que siempre depara el porvenir.

Así, por ejemplo, mientras el P.G.B. proyectado para el presente año crecerá alrededor de 5%, el gasto se estima aumentará en 5,2%, cifras ambas en términos reales. Cabe recordar que estos incrementos se calculan sobre los resultados de 1987, que mostraron crecimientos del P.G.B. y el gasto de 5,7% y 7,4%, respectivamente.

Ahora bien, como ocurrió el año pasado, la expansión del gasto deberá concentrarse principalmente, aunque no exclusivamente, en la inversión. El dinamismo que ha adquirido la inversión en Chile -tanto de origen nacional como extranjero- es visible, y una demostración de ello es el interés que ha concitado la conferencia que nos ha reunido aquí estos días. La inversión en capital fijo puede crecer este año en 6 ó 7% en términos reales luego de haber crecido un 16% real en 1987 y la tasa de inversión geográfica bruta puede superar el 17% del P.G.B.

Al respecto, cabe destacar que el promedio de la tasa de inversión en los diez años previos a la crisis del petróleo de 1973, cuando el país podía contar con condiciones externas mucho más ventajosas, fue de 14,4% en pesos nominales de cada año.

En Chile, la inversión tiene un alto componente importado. Las importaciones de bienes de capital crecieron en 50% en 1987 y en el primer trimestre del presente año fueron 33% superiores -según cifras provisionales- a las registradas doce meses antes, lo cual es un claro indicador de que el proceso de inversión se mantiene con fuerza durante 1988.

En cuanto al consumo, es interesante destacar que el consumo privado se estima aumentará en una cifra del orden del 6%, lo que viene a sumarse a un aumento de 4,8% en 1987 y a un alza promedio de 2,4% en los últimos 4 años. De esta forma, se concreta el objetivo perseguido de lograr generar, previendo mejorías en el escenario internacional, un espacio mayor para la satisfacción de las necesidades de la población, sin perder la trayectoria básica que exige austeridad para aumentar, tanto nuestro ahorro como nuestra inversión, y que debe motivarnos a desarrollar nuevos productos y abrir mercados para aumentar nuestras exportaciones.

La mejoría prevista en el consumo, normalmente va asociada a un incremento en los ingresos de los trabajadores. Durante los últimos cuatro años la ocupación ha progresado con rapidez, reduciendo notablemente el desempleo. Ello ha incrementado directamente las posibilidades de consumo de los desocupados y de los adscritos a los programas de empleo de emergencia, que han sido paulatinamente absorbidos en empleos más estables y mejor remunerados, y que en general se encuentran entre los más pobres. Durante 1988 se proyecta que los salarios reales experimenten un importante incremento, concordante con el aumento de la productividad de mano de obra en especial en las actividades exportadoras, con la eliminación de niveles críticos de desempleo en importantes actividades y regiones, y con la recuperación prevista en el consumo. La materialización de esta tendencia prevista exige, sin duda, la mantención del moderado perfil de inflación observado en los primeros tres meses del año que, proyectado a niveles anuales, asegura el cumplimiento del objetivo de una reducción gradual, pero significativa, en la tasa de inflación.

Respecto al ahorro, es posible constatar que la situación externa permite alcanzar las proyecciones de consumo privado descritas, sin comprometer lo avanzado en ese campo. Ello es especialmente válido en el caso del ahorro público ya que éste se ve favorecido por los mayores ingresos del cobre y la recaudación tributaria asociada a la mayor actividad económica. El Fondo de Compensación del Cobre creado en 1985 está ya en operación y asegura que una porción de los ingresos adicionales del cobre sean ahorrados por el Fisco bajo la forma de reservas internacionales. El resto de dichos ingresos, como ya lo indicamos, ha tenido por destino tomar medidas que garanticen el impulso exportador y que permitan un mayor margen de inversión y consumo en el sector privado.

Las cuentas externas de 1988 acusarán claramente el impacto favorable de los cambios ocurridos en la economía nacional e internacional. Cabe advertir, empero, que los observadores suelen con frecuencia concentrarse en un solo factor -por ejemplo, el cobre- descuidando el hecho de que entre las muchas alteraciones que sufre una realidad dinámica, hay siempre cambios negativos que compensan total o parcialmente

los efectos positivos que más llaman la atención. Al respecto, no debemos olvidar que si bien el cobre ha experimentado un alza importante desde el segundo semestre del año anterior, lejos todavía eso sí de los valores reales que alcanzó en la década previa a 1973, los precios de nuestras importaciones están siendo afectados adversamente para nuestros intereses, por la fuerte depreciación que ha tenido el dólar frente a otras divisas.

Como es sabido, el programa oficial de balanza de pagos supone un precio del cobre de US¢ 75 por libra como promedio en el año. Una revisión a dicho programa, que contempla un precio promedio del orden de los 90 cvs. de dólar, consistente con un descenso gradual hacia US¢ 75 en el segundo semestre y un volumen físico de exportaciones algo menor al original, arroja exportaciones totales por US\$ 5.950 millones; es decir, US\$ 362 millones por sobre lo programado originalmente.

Las importaciones, por su parte, impulsadas por el aumento ya comentado en el gasto, pueden alcanzar unos US\$ 4.500 millones, es decir US\$ 200 millones por sobre lo programado originalmente. Estas proyecciones son compatibles con un superávit comercial algo superior a los US\$ 1.400 millones, y un déficit de cuenta corriente de alrededor de US\$ 800 millones, cifras ambas mejores que las programadas.

El financiamiento de la balanza de pagos se verá favorecido por el aumento observado en la inversión extranjera y mayores desembolsos de créditos, provenientes tanto de organismos internacionales como de proveedores y asociados a proyectos. De acuerdo a esta proyección la balanza de pagos se saldará probablemente con un superávit importante, compatible con la acumulación de reservas que demandará durante el año el Fondo de Compensación del Cobre. Como ya se mencionó, dicho fondo se propone neutralizar, mediante una acumulación de reservas, una parte de los ingresos adicionales provenientes de un precio del cobre mejor que el esperado.

La existencia de las reservas internacionales, que deben acumularse por el mecanismo descrito, plantea la oportunidad para explorar el mejor uso para dichos recursos, siempre dentro de la finalidad que lleva a generarlos, vale decir, servir de resguardo ante el impredecible comportamiento de los precios de nuestras exportaciones. Además de la alternativa obvia de mantenerlos en su calidad de reservas, el reciente acuerdo con el Comité Asesor de Bancos Acreedores de Chile ha abierto la puerta para explorar otras alternativas a las hoy existentes de rebaja de deuda, utilizando los descuentos que ofrece el mercado secundario de estos títulos. Esta opción será estudiada cuidadosamente y empleada sólo si los valores de los correspondientes títulos en el mercado externo y las perspectivas de la balanza de pagos así lo aconsejan. De optarse, aun cuando sea parcialmente, por la nueva alternativa hoy existente, se lograría con ello una disminución adicional de nuestro endeudamiento, acercándonos un paso más a la vuelta definitiva de Chile a los mercados voluntarios de crédito, que naturalmente deberían ser a quienes se recurra ante bajas inesperadas y temporales de los precios de nuestros productos de exportación.

En este último aspecto, hemos recorrido ya un importante camino. Desde ya un menor déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos y la continua operación de los mecanismos de conversión de deuda externa permitirán una nueva rebaja de esta deuda en relación con las exportaciones de bienes y servicios, la cual estimamos pasará de 3,3 veces en 1987 a 2,9 veces en 1988. Por otra parte, la inversión extranje-

ra y los créditos de proveedores están, como ya lo dijimos, aumentando sostenidamente, constituyéndose en una proporción creciente de nuestro financiamiento, que por su propia naturaleza es voluntario. Sabemos eso sí que aún queda camino por recorrer, haremos nuestros mejores esfuerzos por hacerlo en el mínimo de tiempo posible, aunque para ello el esfuerzo del pueblo chileno debe ser correspondido por quienes están en condiciones de otorgar financiamiento.

No quiero extenderme en analizar las proyecciones para los años que vienen. Ustedes ya han escuchado, al respecto, a otros representantes del Gobierno, pero no quiero terminar mis palabras sin mencionar que la modernización de la estructura productiva del país a través de la promoción de las exportaciones, de la inversión y del ahorro en el contexto de una economía movida por la iniciativa privada y con un Estado subsidiario que prioriza, entre otras, su tarea en favor de los más necesitados, no son meramente la respuesta a una coyuntura desfavorable de la economía mundial. Por el contrario, esta política forma parte integrante de una estrategia de desarrollo que mira por sobre las contingencias del corto plazo. El progreso verdadero, bien sabemos, no viene ni de los frecuentes vaivenes de los precios de nuestros productos de exportación ni de los volátiles movimientos de los flujos de los capitales internacionales. El progreso duradero se construye sólo mediante décadas de trabajo serio y creativo.

BANCO CENTRAL DE CHILE Agustinas 1180, Santiago, Chile Casilla Postal 967 - Santiago, Chile Teléfono: 6962281

Télex: 40569 CENBC CL

DIRECTOR Y REPRESENTANTE LEGAL: Víctor Vial de Río

Publicación editada por el Departamento de Publicaciones e Informaciones del Banco Central de Chile

Impreso en Chile / Printed in Chile Edición de 1.000 ejemplares Santiago, septiembre de 1988

ESTUDIOS MONETARIOS X

CONFERENCIA DE INVERSIONES EN CHILE, ORGANIZADA POR EUROMONEY PUBLICATIONS PLC Y PATROCINADA POR EL BANCO CENTRAL DE CHILE



BANCO CENTRAL DE CHILE Septiembre 1988