

308911

267

UNIVERSIDAD PANAMERICANA

"EL ESQUEMA SWAP EN MEXICO"

TESIS QUE PRESENTA EL SEÑOR JAVIER R. J. GUERRERO VERAZA
PARA OBTENER EL TITULO DE LICENCIADO EN ECONOMIA.

MEXICO, D. F. A 31 DE AGOSTO DE 1990

TESIS CON
FALLA DE CR.GEN



Universidad Nacional
Autónoma de México



UNAM – Dirección General de Bibliotecas Tesis Digitales Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS © PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

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

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

EL ESQUEMA SWAP EN MEXICO

INDICE

INTRODUCCION

CAPITULO PRIMERO "Los swaps dentro del contexto de la deuda externa"

1.1 Deuda externa.

1.2 Problemas y soluciones a la crisis del endeudamiento.

CAPITULO SEGUNDO "Swaps"

2.1 Qué son los swaps?

2.2 Quienes participan en los swaps?

2.3 Mecánica de operación.

2.4 Nuevas operaciones con swaps.

CAPITULO TERCERO "Implicaciones de los swaps para los bancos acreedores en los Estados Unidos".

3.1 Enfoque portafolio.

3.2 Implicaciones fiscales de los swaps.

3.3 Estrategias bancarias.

CAPITULO CUARTO "El esquema swap en México"

4.1 El esquema swap en México hasta 1989.

4.2 Un ejemplo: el caso del Grupo Alfa.

4.3 El impacto de los swaps en las variables internas de la economía.

4.4 Perspectivas de los swaps en los noventa.

CONCLUSIONES

BIBLIOGRAFIA

INTRODUCCION

Pocos temas han suscitado tanta controversia en los últimos años como el de la deuda externa de los países en vías de desarrollo, su problemática y sus posibles soluciones.

En torno al problema de la deuda externa se han emitido una serie innumerable de opiniones. Desde los círculos académicos hasta la Iglesia Católica, han propuesto diversas soluciones a este problema, que ha amenazado con poner en peligro la estabilidad del sistema financiero internacional.

A raíz de la crisis latinoamericana de la deuda en 1982, surgió la necesidad de revisar el esquema de financiamiento al desarrollo que los bancos acreedores habían llevado a cabo con los países en desarrollo.

Esta revisión en el esquema actual se tornaba urgente, pues en algunos de estos países (como Argentina, Perú y Brasil), se habían comenzado a sentir los efectos sociales de una prolongada crisis económica.

La búsqueda de una solución a esta crisis, se convirtió en bandera política de muchos gobiernos, que intentaban disminuir el peso excesivo que tenía el servicio de la deuda externa sobre sus respectivas economías.

Dentro del contexto de la búsqueda de soluciones que propicien la disminución de la deuda externa acumulada, es que surgen los swaps, objeto del estudio de esta tesis.

En el capítulo primero, se presenta una revisión del problema de la deuda, así como las propuestas que se han hecho para resolverlo.

El capítulo segundo se enfoca directamente al tema de los swaps. Se comienza por una descripción del mecanismo en sí y de los participantes en la operación; continuando con el análisis de la mecánica operativa del swap, para finalizar con la mención de las nuevas opciones de combinaciones con swaps que pudiesen ser atractivas en el mercado financiero internacional.

En el capítulo tercero, se hace un análisis del impacto de los swaps desde el punto de vista del tenedor original de la deuda, es decir el banco acreedor, revisando aspectos tales como el enfoque portafolio, el impacto fiscal y contable que tiene la operación dentro de la estructura de capital del banco, y terminando con una visión de las posibles estrategias bancarias dentro del marco regulatorio que los rige.

Finalmente el capítulo cuarto, hace un estudio de el esquema swap en México, principiando por sus orígenes, su filosofía original; posteriormente se expone un ejemplo práctico de como un swap puede participar dentro de un proceso de reestructuración de pasivos, como lo fué el caso del Grupo Alfa; después, se analiza el impacto de los swaps dentro de las variables internas de la economía, y por último se ve la perspectiva del esquema swap en la década de los noventas, partiendo de la renegociación de la deuda finalizada en 1990.

En base a todo lo anterior, en las conclusiones se hacen algunos comentarios sobre la viabilidad del esquema swap en los noventas y su contribución al desarrollo de los mercados internos de capital, así como al saneamiento de la economía, mediante un incremento en la inversión productiva y una disminución del deficit gubernamental por la venta de empresas públicas.

Finalmente quiero agradecer a el Lic. Fabrizio Donini del Credit Lyonnais, el hacer posible el inicio de este trabajo, y muy especialmente a la Lic. Alicia Vazquez por el tiempo y la dedicación sin los cuales no hubiera sido posible su culminación; gracias además a mis padres, a mis tíos Maru y Francisco, y a Vero E. la mejor parte de mi.

CAPITULO PRIMERO

"Los swaps dentro del contexto de la deuda externa"

1.1 Deuda externa.

Los mecanismos de intercambio, canje o conversión (swaps), surgen como consecuencia de una situación que a nivel internacional provocó la crisis del sistema financiero mundial, y esto fué la crisis de la deuda externa de los países latinoamericanos en desarrollo (de aquí en adelante PLD's).

Aunque la deuda externa es un problema antiguo, nunca había alcanzado las magnitudes y el nivel de crecimiento que tuvo en las dos últimas décadas. (vease figura 1.1)

FIGURA.1.1 EVOLUCION DE LA DEUDA EXTERNA DE LOS PLD'S DE 1976 A 1982

(EN MILES DE MILLONES DE DOLARES)

	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
TOTAL PLD'S	\$98,20	\$116,20	\$152,00	\$184,20	\$229,10	\$279,70	\$314,40
POR PAIS:							
ARGENTINA	\$7,10	\$8,20	\$12,20	\$19,70	\$27,10	\$32,30	\$36,70
BRASIL	\$28,80	\$35,10	\$46,60	\$51,50	\$64,60	\$74,10	\$83,20
CHILE	\$4,70	\$5,20	\$6,70	\$8,50	\$11,10	\$15,50	\$17,20
COLOMBIA	\$3,60	\$3,90	\$4,50	\$5,90	\$7,30	\$8,20	\$10,30
MEXICO	\$21,80	\$27,10	\$33,60	\$40,80	\$52,70	\$75,50	\$82,40
PERU	\$5,50	\$6,20	\$7,10	\$7,10	\$8,80	\$8,80	\$10,40
VENEZUELA	\$8,70	\$12,30	\$16,30	\$23,70	\$27,50	\$29,30	\$31,80
OTROS *	\$18,00	\$18,20	\$25,10	\$27,00	\$30,00	\$36,00	\$42,40

ADAPTADO DE "IN WHOSE INTEREST?", BENJAMIN COHEN, YALE UNIVERSITY PRESS, 1986 p.207.

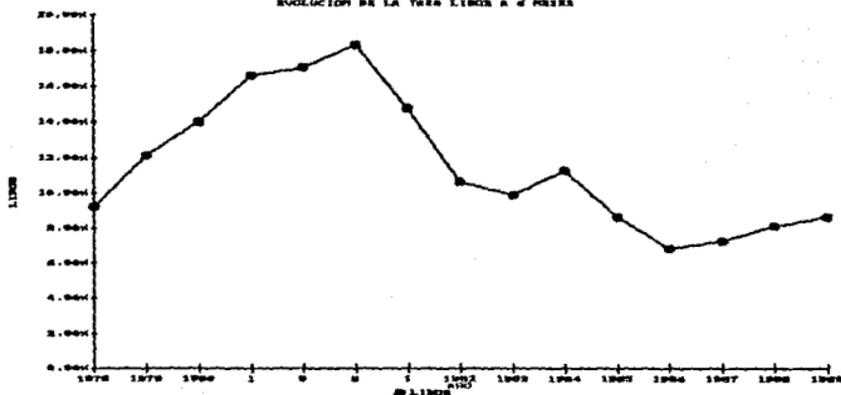
* INCLUYE: BAHAMAS, BARBADOS, BOLIVIA, COSTA RICA, REP. DOMINICANA, ECUADOR, EL SALVADOR, GUATEMALA, GUYANA, HAITI, HONDURAS, JAMAICA, NICARAGUA, PANAMA, SURINAME, TRINIDAD Y TOBAGO, Y URUGUAY.

Este crecimiento tan importante en la deuda externa de los PLD's, se vio motivado principalmente por la adopción, en algunos de ellos como México y Brasil, de modelos de desarrollo basados en el financiamiento externo para obtener tasas elevadas de crecimiento de sus economías.

Estos modelos, que funcionaron de manera satisfactoria por algunos años, hicieron su crisis en 1982 debido a la coincidencia de tres factores fundamentales, a saber :

- a) el shock petrolero de finales de la década
- b) la recesión de la economía mundial
- c) el incremento significativo de las tasas de interés reales internacionales (vease figura 1.2).

FIGURA 1.2
EVOLUCIÓN DE LA TASA LIBOR A 6 MESES



Estos eventos, aunados a una serie de errores de política económica interna, provocaron una situación de iliquidez para las economías de estos PLD's, en la cual no podían hacer frente a sus

compromisos con el exterior, ya que el flujo de recursos hacia el exterior crecía más rápidamente que los ingresos provenientes de las exportaciones.

Este desequilibrio en las balanzas de pagos de los PLD's, magnificado por la fuga de capitales, ocasionó que dichos países requirieran créditos de corto plazo para corregir de manera momentánea esta situación en los mercados de divisas sin afectar sus cuentas de capital, y mantener estable la paridad de su moneda.

Paradójicamente, el contratar nuevos préstamos de corto plazo, introdujo mayores distorsiones de las que se evitaron pues, con recursos a corto plazo se intentó financiar proyectos de inversión a largo plazo que son los necesarios para impulsar el desarrollo de los PLD's.

Como complemento a esta serie de eventos, se encontraban las políticas domésticas que pospusieron los ajustes necesarios para disminuir la vulnerabilidad de sus economías, con el fin de lograr altas tasas de crecimiento y evitar presiones de tipo político y social.

Por su parte, fueron varios los motivos que influyeron en los bancos acreedores para que contribuyeran al crecimiento de la deuda. A continuación se mencionan algunos de ellos :

a) El exceso de liquidez proveniente principalmente de los países exportadores de petróleo de Medio Oriente (petrodólares) que buscaban un lugar seguro donde invertir en occidente como se aprecia en el figura 1.3.

b) La alta tasa de retorno del capital en algunos PLD's, lo que motivó a incrementar los préstamos con la esperanza de obtener un alto rendimiento sobre el capital en un corto plazo.

FIGURA 1.3 DEPOSITOS DE LOS EXPORTADORES DE PETROLEO DE MEDIO ORIENTE ENTRE 1975 Y 1981 (EN MILES DE MILLONES DE DLS)

	DICIEMBRE 1975		MAYO 1979		MAYO 1981	
	SEIS MAYORES BANCOS *	SIGUIENTES SEIS BANCOS *	SEIS MAYORES BANCOS *	SIGUIENTES SEIS BANCOS *	SEIS MAYORES BANCOS *	SIGUIENTES SEIS BANCOS *
(1) DEPOSITOS TOTALES (CONSOLIDADOS)	\$197.50	\$76.30	\$273.80	\$99.90	\$328.50	\$126.50
(2) DEPOSITO DE LOS EXPORTADORES DEL MEDIO ORIENTE **	\$11.30	\$2.70	\$19.40	\$2.10	\$19.80	\$3.00
DE LOS CUALES:						
OFICINAS DOMESTICAS	\$1.50	\$1.00	\$4.10	\$0.40	\$5.00	\$0.30
OFICINAS DEL EXTERIOR	\$9.80	\$1.70	\$15.30	\$1.70	\$14.80	\$2.70
(3) LINEA (2) COMO PORCENTAJE DE LA (1)	5.72%	2.88%	7.09%	2.10%	6.03%	2.37%

NOTA : ADAPTADO DE "IN WHOSE INTEREST?", BENJAMIN COHEN, YALE UNIVERSITY PRESS, 1986, p.138-139

* SEIS MAYORES:
BANK OF AMERICA
CHASE MANHATAN
CHEMICAL BANK
CITIBANK
MANUFACTURERS HANOVER
MORGAN GUARANTY

* SIGUIENTES SEIS:
BANKERS TRUST
CONTINENTAL ILLINOIS
CROCKER NATIONAL BANK
FIRST NATIONAL BANK OF CHICAGO
SECURITY PACIFIC
WELLS FARGO

** INCLUYE : IRAN, IRAQ, KUWAIT, OMAN, QATAR, ARABIA SAUDITA Y LOS EMIRATOS ARABES UNIDOS.

c) La seguridad que se tenía de que las tasas de crecimiento de las economías obtenidas hasta ese momento se iban a mantener, y que los excedentes de los PLD's exportadores de petróleo continuaría en aumento.

d) La teoría de la "sombriilla", es decir, que los PLD's que se encontraban bajo el área de la influencia de los Estados Unidos, tenían una garantía adicional por contar con el apoyo financiero de dicho país, como ha quedado manifiesto en el caso del Plan Baker y Brady en México.

En resumen, se puede decir que los factores que contribuyeron a la crisis de endeudamiento de los PLD's fueron:

- a) Condiciones poco favorables en el entorno económico internacional.
- b) Mal manejo de la deuda externa.
- c) Grandes facilidades iniciales de crédito, provocando una expansión a nivel internacional seguida de una astringencia, que coadyuvaría a la crisis de liquidez.

1.2 Problemas y soluciones a la crisis del endeudamiento.

Cuando la deuda externa de los PLD's hace crisis en 1982, el sistema financiero mundial, se tambalea, ya que ese año el total de la deuda externa de Latinoamérica era de 314 mil millones de dolares como se mostró en la figura 1.1.

Esta crisis originó que las autoridades reguladoras se preocuparan por la salud financiera de los bancos acreedores, llevándolos a mejorar sus porcentajes de reserva contra préstamos hacia los PLD's, así como a revisar sus políticas de crédito hacia estos.

Esta revisión se transformó en un cambio de actitud hacia los PLD's ya que los bancos acreedores motivaron una mayor flexibilidad en las renegociaciones de plazos y condiciones, así como un trato diferencial en la reestructuración de diversas obligaciones contratadas por los países deudores como el capital y los intereses, y los pagos vencidos antes y durante el periodo de consolidación.

Esta actitud mostrada, refleja parte de la opinión que comenzó a generalizarse en la comunidad financiera y en algunos círculos académicos y políticos, sobre el hecho de que la crisis había dejado de ser un problema meramente financiero de liquidez, sino que era un problema de carga excesiva sobre estas economías, con implicaciones sociales y políticas importantes.

La implicación política y social del problema de la deuda externa se deriva de la aplicación de programas de austeridad que van en detrimento del nivel de vida de la población de los PLD's, dificultando la estabilidad de la estructura política como se ha podido observar en países como Argentina y Perú.

A pesar de existir una unidad en lo referente a la naturaleza del problema, no la existe en lo que toca a su solución, que ha levantado gran polémica formándose 3 grupos importantes de opinión.

El *primer grupo* lo forman aquellos autores que opinan que se debe continuar con el esquema tradicional, implementándose medidas como el canje de deuda por acciones, la recompra directa de la deuda por parte de los países deudores, otorgar nuevos créditos, etc. A este primer grupo pertenecen autores como Cline, Heller, Krueger, Bacha y Rodríguez y Rodríguez.

Para Cline (1987) el condonarle a los PLD's parte de su deuda tendría un efecto negativo pues aumentaría la incertidumbre sobre la

viabilidad de la economía de esos países para los inversionistas extranjeros.

Por lo tanto el crecimiento de estos países deberá ser con recursos propios que podrían venir de un repunte de la economía mundial, combinado con una disminución de las barreras arancelarias de países industrializados (Estados Unidos, Alemania y Japón entre otros), para lograr un incremento en sus exportaciones (Heller 1987, Krueger 1987, Edmar 1987).

Por parte de la deuda, sería necesario asegurar un flujo de recursos mediante un procedimiento de capitalización automática de los intereses bajo programas de inversión eficientes que apoyen al desarrollo de infraestructura en los PLD's (Rodriguez y Rodriguez, 1987).

El *segundo grupo* lo forman las propuestas hechas por: Fishlow, Griffith-Jones, Massad, Mistry, Robinson, Fischer, Sachs, Dornbusch, sus propuestas contemplan alguna forma de alivio de la deuda para permitir el crecimiento de algunas economías de los PLD's.

Las acciones que estos autores proponen son, entre otras, la reducción del pago de interes y/o capital, cancelación de una parte de la deuda, mediante la aplicación del descuento de mercado al valor nominal de los documentos y permitir el pago de interes en moneda local.

Fishlow (1988), comenta que es mas viable optar por una reducción de la deuda debido a la desaceleración del comercio internacional y a que la contribución derivados de este sería marginalmente muy pequeña para estos países.

Por su parte Dornbusch (1987), menciona que el desarrollo de estas economías no puede depender de un repunte en la economía

mundial pues considera poco probable un expansión monetaria en los Estados Unidos que ayude a disminuir el nivel de las tasas de interes, fenómeno que se ha podido observar en los dos últimos años, por lo cual considera como viable la reducción de la deuda para que estos países recuperen su crecimiento.

Fischer (1987), proponía una reducción del 65% del capital e intereses de la deuda con el fin de revertir el flujo de recursos de los PLD's a los países industrializados ya que opina que los bancos acreedores cuentan con los niveles suficientes de reservas para absorber las pérdidas derivadas de esto. Adicionalmente recomienda el continuar con los procesos de privatización de la economía, disminuyendo la participación del gobierno y su gasto en sectores no prioritarios.

Sachs (1986 y 1987), propone como complementaria a la reducción de la deuda, la creación de un esquema que otorgue beneficios fiscales a los bancos acreedores que participen en la reducción de la deuda, así como el establecimiento de un esquema discrecional en la cancelación de la deuda de acuerdo al deterioro del ingreso per capita de la población, de esta manera un país que haya observado una caída en su ingreso per capita del 15% al 25%, se le otorgará la cancelación en el pago de intereses por 5 años, y en caso de un reducción mayor al 25% la cancelación de 10 años de intereses.

Finalmente en un *tercer grupo* podemos ubicar a gobiernos y otras instituciones políticas en los diferentes PLD's y algunos círculos académicos, cuyas declaraciones son en favor de una moratoria concertada o una suspensión temporal de pagos, ya que consideran que una medida de este tipo podría darles una tregua para fomentar el crecimiento de sus economías y el incremento del nivel de vida de su

población, preservando de esta manera el orden y la estabilidad política y social, pues como se ha observado en los fenómenos ocurridos en 1989 en Argentina, una caída continua en estos puede llevar a graves problemas de rebelión en una sociedad.

La preocupación reflejada por las opiniones arriba mencionadas en torno a la gravedad del problema de la deuda, indica la necesidad de encontrar una solución que agrupe los intereses tanto de los acreedores como los deudores.

En el ámbito político este interés se ha visto reflejado en las propuestas hechas tanto por James Baker como por Nicolas Brady, ambos titulares del Tesoro de los Estados Unidos en su momento.

La primera propuesta hecha por James Baker, entre otros, contemplaba la posibilidad de otorgar nuevos créditos a los PLD's con el objeto de financiar su desarrollo, aunque esa estrategia demostró no ser la adecuada ya que lo que los PLD's requerían era una disminución en la carga de la deuda no un incremento.

Esta situación quedó reflejada en los postulados del llamado Plan Brady hecho por su sucesor Nicolas Brady ya que éste proponía:

- a) El repartir la carga de la deuda entre los acreedores y deudores, lo que implicaría una reducción en su valor nominal.
- b) El disminuir la tasa de interés actual a una tasa subsidiada, para disminuir el flujo de recursos al exterior por parte de los PLD's.
- c) Prolongar el plazo original de la deuda con el fin de evitar las presiones sobre las reservas internacionales de esos países, favoreciendo la estabilidad monetaria y de esta manera contribuir a la disminución del riesgo país, al retorno de capitales fugados y al crecimiento en la inversión extranjera.

Aunque este tipo de propuestas no se encuentran directamente relacionadas con los swaps, si aportan un marco de apoyo para el crecimiento de las economías de los PLD's favoreciendo el desarrollo de nuevas oportunidades de inversión y la calidad del país como deudor.

CAPITULO SEGUNDO

"Swaps"

2.1 Qué son los swaps?

Los swaps, cuya traducción al español significa canje, intercambio o conversión, surgen en un principio como una operación en la que se intercambiaba un tipo de deuda por otro, es decir, como un "loan swap" (canje de deuda por deuda), que se utilizaba primordialmente en el mercado interbancario por bancos cuyo interés era canjear un activo (en este caso deuda) por otro con el fin de reestructurar su portafolio de inversiones.

Con la crisis de la deuda de los PLD's en 1982, este mercado interbancario que operaba con deuda, creció de manera acelerada como resultado del riesgo creciente que tenían dichos activos.

El auge relativo observado en el mercado secundario de la deuda, se vió impulsado principalmente por tres motivos:

- a) La actitud de los pequeños bancos acreedores que recurrieron a este mercado con el objeto de obtener liquidez u otro tipo de activos menos riesgosos, a cambio de sus préstamos hacia los PLD's, para de esta manera no seguir participando en el financiamiento a estos países.
- b) La actitud de los grandes bancos acreedores al acudir al mercado secundario con el fin de estructurar sus portafolios de inversión mediante el intercambio de deuda, y de esta forma tener estos activos listos para ser vendidos a inversionistas con el interés de canjear esta deuda por inversión en los PLD's.
- c) El incremento en las reservas de los bancos acreedores, que les permitía absorber la pérdida ocasionada por el descuento al que se

negociaba la deuda de los PLD'S en el mercado secundario, vendiendose los titulos abajo de su valor nominal (bajo par).

Conforme esta operación fué cobrando importancia, la denominación de swap se extendió a un gran número de operaciones, aunque en su acepción mas general, son considerados como un canje de deuda por activos reales o como " cualquier transacción en la cual, deuda externa de un gobierno denominada en una moneda fuerte, es usada directa o indirectamente para adquirir moneda domestica del país deudor, inversión en el país deudor, deuda del país en desarrollo denominada en moneda local, o cualquier otro activo local" (Newman,1987).

Visto de esta forma, los swaps se podrían considerar como una herramienta de la que se vale la ingeniería financiera internacional para canjear diferentes tipos de activos y/o obligaciones.

Aunque la definición arriba mencionada se refiere a los mecanismos de conversión de la deuda de los PLD's, que es a los que se hará referencia aquí, existen otras opciones de swaps como son:

a) *Canje de deuda por deuda (loan swap).* - En este tipo de operación, un banco acreedor con deuda de un país A, la canjea con otro banco por deuda del país B, ajustando la pérdida o ganancia generada por el canje de acuerdo con el diferencial de precio entre una y otra, los flujos de interes recibidos o por recibir, etc. Este tipo de operaciones se realizan principalmente con el objeto de reestructurar portafolios o de aprovechar el tratamiento fiscal que pueda tener la deuda de un país específico en otra plaza.

b) *Canje de deuda por acciones (debt to equity swap).* - Bajo esta modalidad el intercambio se realiza entre el banco acreedor y el

gobierno del país al que corresponde la deuda, que acepta ésta a cambio de recursos para realizar una inversión en su país.

c) *Canje de deuda por bienes (debt to commodities swap).*- Esta operación implica el canje de la deuda de una empresa (pública o privada) por productos que esta produzca, hasta que la venta de estos cubre el importe de la deuda canjeada.

d) *Canje de divisas (currency swap).*- Este tipo de swap se refiere al canje de una deuda denominada en una divisa por deuda denominada en otra divisa.

e) *Canje de tasas de interés (interest rates swap).*- Esta operación implica el canje de una deuda contratada a una tasa de interés fija por una deuda contratada a una tasa de interés flotante o viceversa.

f) *Canje de deuda vieja por deuda nueva (debt to debt).*- En este caso se realiza un swap entre el banco acreedor y el gobierno del país deudor, donde el primero le da al segundo su deuda vieja a cambio de otra reestructurada, con un nuevo plazo, diferentes garantías y diferente valor nominal.

Estos tipos de swaps son los básicos, pero pueden existir muchos otros que sean combinaciones o derivaciones de estos.

El de mayor uso, es el canje de deuda por acciones, mismo que será el objeto del presente estudio.

2.2 Quiénes participan en los swaps?

Una vez definido el concepto de swap que se manejará en este trabajo, es importante conocer quien participa en una operación de canje de deuda por acciones. De acuerdo con la naturaleza de los swaps, los participantes del swap de deuda por acciones son :

a) El banco acreedor

- b) El inversionista
- c) El país deudor
- d) Organismos oficiales

Para poder analizar la participación de cada uno de estos actores, los revisaremos por separado con el objeto de identificar su tipo de participación, objetivos, absorción del descuento, etc.

Banco acreedor.

La participación de los bancos acreedores dentro de este tipo de swaps es primordialmente como oferente de papel de deuda.

Debido a su situación de acreedores directos de los PLD's, los bancos son los que proveen de este papel de deuda a aquellos inversionistas, que desean utilizar esta opción para financiar proyectos de inversión en estos países.

Adicional a esta función de proveedor de papel, cabría mencionar que los bancos acreedores participan como asesores y agentes de los inversionistas, en el proceso de negociación de los detalles de la operación con las autoridades del país deudor, en el cual se va a llevar a cabo la capitalización de la deuda.

En este campo ha habido varios bancos que se han destacado por su activa participación, agresividad y creatividad. En este sentido los bancos mas activos han sido los bancos norteamericanos como se puede observar en la figura 2.1.

Un factor que ha influido de manera importante en el desarrollo de estas operaciones, ha sido el tratamiento fiscal que se le ha dado a la venta a descuento de estos activos para los bancos acreedores; sobre este tema se profundizará en el capítulo tercero, aunque es importante mencionar aquí que la pérdida derivada de la venta a

descuento de este activo, repercute de manera completa en la contabilidad del banco acreedor.

FIGURA 2.1 BANCOS MAS ACTIVOS EN 1986

BANCO	VOLUMEN OPERACIONES (MILLONES USD)
CITIBANK, BANKERS TRUST, SALOMON BROTHERS	30 - 45
MORGAN GUARANTY, CHASE MANHATAN, CHEMICAL BANK, FIRST CHICAGO, PRUDENTIAL BRANCHE	15 - 25
FIRST BOSTON, BANK OF AMERICA, SECURITY PACIFIC, KLEINWORT BENSON	13 - 15
MANUFACTURERS HANNOVERS, MERRYLL LINCH, BANQUE PARIBAS, UBS, NOMURA	10 - 12
SBCI, LLOYDS, FIRST INTERESTATE, MORGAN STANKEY, DKB, MORGAN GRENFELL, DREXELL BURHAM, LAMBERT	4 - 10

FUENTE : EUROMONEY SUPPLEMENT, JULY 1987, p.100 - 101

Este descuento fijado por los participantes del mercado de la deuda, representa la expectativa que se tiene de cada país en particular, y va relacionada directamente con el riesgo de una moratoria o una suspensión temporal de pagos.

La tasa de descuento se entiende como la diferencia porcentual entre el valor de compra de un activo, y el precio al que se cotiza dicho activo en el mercado, de esta forma su expresión matemática quedaría como sigue :

$$d = (1 - VC/VN) * (360/t)$$

donde,

d = tasa de descuento

VC = valor de compra

VN = valor nominal

t = plazo al vencimiento del "papel".

Este fondo emitiría 2 tipos de títulos, *acciones representativas del capital y obligaciones*.

Las *acciones* no tendrían el capital garantizado, pero tendrían derecho a una participación de las utilidades del fondo, que se generarían de las siguientes actividades :

- a) arbitraje de deuda en los mercados secundarios
- b) venta de empresas adquiridas
- c) otros.

Las *obligaciones convertibles (OC)*, representarían una participación del inversionista sobre los intereses generados por el papel de deuda y los bonos cupón cero, tendrían el capital garantizado, y el pago de intereses se haría de acuerdo a una tasa ponderada de rendimiento, calculada de la siguiente manera :

$$i_{oc} = (i_d * d/at) + (i_z * z/at)$$

donde,

i_{oc} = interes de las obligaciones convertibles

i_d = interes de la deuda

i_z = intereses del bono cupón cero

d = deuda

z = bono cupón cero

at = activos totales = $(d + z)$

Este fondo arriba descrito es unicamente un ejemplo general de las operaciones que se llevan a cabo aunque existen otras modalidades, cada una de ellas con sus detalles y peculiaridades.

De acuerdo con la revista Euronmoney, en el suplemento especial del mes de septiembre de 1987, existían los proyectos de algunos fondos de los cuales a la fecha, unos solo tienen el nombre.

Aunque es mucho lo que se está haciendo sobre nuevas opciones con swaps, día a día se abren nuevos retos en los mercados financieros, por lo que la implementación de este tipo de fondos, es actualmente la punta del "iceberg", en este emergente mercado de la deuda.

CAPITULO TERCERO

"Implicaciones de los swaps para los bancos acreedores de los Estados Unidos"

3.1 Enfoque portafolio.

Una de las consecuencias de la crisis de pagos, fué el surgimiento de un activo mercado secundario de la deuda, cuya función era la de facilitar la reestructuración de portafolios de préstamos que tenían los bancos acreedores.

Con la aparición de este mercado, los bancos que no deseaban seguir participando en el financiamiento a los PLD's, acudieron a él para liquidar sus préstamos y reconocer las pérdidas por la venta a descuento de estos, y de esta forma olvidarse del problema de la deuda externa.

Por su parte, los grandes bancos acreedores recurrieron a este mercado con el fin de estructurar portafolios de inversión que mantuvieran adecuados niveles de riesgo y liquidez, y de esta manera obtener un beneficio derivado del manejo de este tipo de activos.

Un fenómeno que despertó el interés de los bancos acreedores, y que ha contribuido para la formación de un nuevo mercado de la deuda, ha sido el surgimiento de los mercados internos de capital en los países en desarrollo; este surgimiento se ha visto motivado principalmente por los siguientes factores :

- a) La fuga de capitales en estos países.
- b) La necesidad de captar un mayor ahorro tanto interno como externo.

Este crecimiento en estos mercados, los ha colocado por encima de los instrumentos tradicionales de inversión como los son los 'Treasury Bill', 'U.S. Securities', 'Eurobonos', 'Floating Rates

Notes', etc., como se puede observar al comparar los índices de retorno de los portafolios de inversiones que aparecen en publicaciones como S&P 500 y MS-CI World Index, con aquellos de los diferentes mercados de los PLD's, que aparecen publicados por la International Finance Corporation (IFC), y que se pueden apreciar en la figura 3.1.

Este surgimiento de los mercados de valores de los PLD's, así como el desarrollo de nuevas opciones de inversión, han propiciado un alto grado de especialización en el manejo de esta deuda, y el buscar la mayor optimización del manejo de las reservas de los bancos acreedores, es decir, darle al manejo de la deuda un enfoque de portafolio.

Un indicador de la tendencia adoptada por los grandes bancos acreedores, lo constituyen el incremento en las reservas mantenidas para garantizar los préstamos que les otorgado a los PLD's, así como el nivel de su exposición.

Al inicio de la crisis de la deuda en 1982, el nivel de exposición en los PLD's de los bancos norteamericanos era muy alto como se ve en la figura 3.2; esta situación se vió corregida, cuando ante la necesidad de tener una mayor flexibilidad en el manejo de su deuda, los bancos acreedores requirieron hacer un incremento en sus reservas hasta llegar al nivel mantenido en 1987 y 1988 (figura 3.3), con lo que su participación en el mercado secundario de la deuda ha podido ser más activa.

Para comprender mejor las implicaciones del manejo del portafolio de deuda, es necesario conocer los factores que se encuentran detrás de las decisiones sobre el nivel de reservas mantenido, incremento en la exposición, etc.

FIGURA 3.1 MERCADOS EN DESARROLLO - INDICES POR PAIS
(CICLO BASE 1975 = 100)

FINANC. DEL AÑO	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
PAIS													
ARGENTINA	100	235	130	249	862	743	351	118	183	146	135	120	158
BRASIL	100	104	114	112	101	107	98	82	107	172	278	227	120
CHILE	100	192	473	740	1706	3298	1700	814	652	520	699	2072	2014
COREA DEL SUR	100	172	370	457	398	292	438	477	453	493	641	1007	1415
GRECIA	100	100	134	146	126	113	82	105	58	51	64	110	160
INDIA	100	134	152	231	279	397	490	462	500	480	967	904	850
JORDAN	---	---	100	152	194	235	318	343	321	252	270	285	---
MEXICO	100	81	99	225	442	520	340	75	176	212	313	523	937
TAILANDIA	100	100	289	414	245	214	174	210	231	195	187	308	347
ZIMBAWE	100	88	83	71	199	299	130	88	66	70	208	243	254
S & P 500	100	124	114	122	144	191	182	221	271	288	379	449	545
NS-CI WORLD INDEX	100	115	117	138	156	199	193	214	264	279	396	567	694

NOTAS : 1/ LOS INDICES SON CONVERTIDOS A DOLARES TOMANDO COMO AÑO BASE 1975 Y CONSIDERANDO COMO REINVERTIDOS TODOS LOS DIVIDENDOS
2/ EL MERCADO FINANCIERO DE ANAM COMENZO OPERACIONES EN 1978

FUENTE : IFC EMERGING MARKETS DATA BASE, MORGAN STANLEY CAPITAL INTERNATIONAL, STANDARD & POOR'S

FIGURA 3.2 EXPOSICION DE LOS BANCOS AMERICANOS EN LOS PLD'S EN 1982

(EN MILES DE MILLONES DE DOLARES).*

	TODOS LOS BANCOS DE E.U.	NUEVE BANCOS MAS GRANDES DE E.U. **
<u>PLD'S :</u>	82,5	49,1
ARGENTINA	8,8	5,6
BRASIL	20,5	12,3
CHILE	6,1	3,3
COLOMBIA	3	2,1
MEXICO	25,2	13,6
PERU	2,3	1,3
VENEZUELA	10,7	7,1
OTROS	5,9	3,8

ADAPTADO DE "IN WHOSE INTEREST?", BENJAMIN COHEN, YALE UNIVERSITY PRESS, 1984, p.208

* INCLUYE MONTOS TOTALES EN TENENCIA DE LOS BANCOS DE E.U. DESPUES DE AJUSTES POR GARANTIAS Y PRESTAMOS INDIRECTOS.

**BANK OF AMERICA, BANKERS TRUST, CHASE MANHATAN, CHEMICAL BANK, CITYBANK CONTINENTAL ILLINOIS, FIRST NATIONAL BANK OF CHICAGO, MANUFACTURERS HANNOVER, MORGAN GUARANTY.

Estos factores son :

- Las regulaciones a las que se encuentran sujetos los bancos, dada su ubicación, así como la oportunidad de aprovechar las ventajas de otra plaza a través de sus filiales o sucursales.
- La medición del riesgo del país en el cual se piensa ampliar la exposición, considerando su grado de dependencia del entorno internacional, así como la estabilidad política, económica y social.
- La apreciación de la situación geográfica del país elegido para medir el riesgo de que conflictos internacionales puedan afectar seriamente su economía.
- La evaluación de su administración pública y la estructura de su economía, identificando las posibilidades de inversión y de crecimiento de los diferentes sectores que integran ésta.

e) El monitoreo de los sectores e industrias, para conocer sus potencialidades y su participación en la economía.

FIG 3.3 RESERVAS GENERALES PARA PERDIDAS EN PRESTAMOS MANTENIDAS
POR LOS PRINCIPALES BANCOS NORTEAMERICANOS (1987-1988).

BANCO	RESERVAS PED'S/PRESTAMOS PED'S	
	1987	1988
MANUFACTURERS HANOVER	25,00%	24,20%
BANK OF AMERICA	23,90%	31,40%
CHASE	26,80%	29,90%
CHEMICAL	30,10%	25,60%
MARINE MIDLAND	51,90%	46,40%
CITICORP	27,80%	27,70%
CONTINENTAL ILLINOIS	48,40%	46,90%
BANKERS TRUST	19,40%	N.A.
MELLON	45,30%	42,10%
FIRST CHICAGO CORP.	55,20%	61,10%
J.P. MORGAN	25,90%	0,00%
WELLS FARGO	50,60%	60,00%
SECURITY PACIFIC	54,40%	57,00%
FIRST INTERSTATE	53,70%	51,90%
BANK OF BOSTON	55,10%	10,00%
BANK OF NEW ENGLAND	74,40%	0,00%
BANK OF NEW YORK	33,00%	N.A.
FIRST PENNSYLVANIA	28,20%	28,20%

FUENTE: ADAPTADO DE DEUDA EXTERNA Y BANCA COMERCIAL ACREEDORA
ESTADOUNIDENSE, INEF, CASAR Y ANDERE, 1989, pag.41

Considerando estos factores dentro del manejo del portafolio, se pueden considerar cuatro acciones básicas con las que cuentan los bancos acreedores, a saber :

- a) Mantener dichos préstamos en su portafolio.
- b) Liquidar aquellos que no sean de su interés, y obtener activos líquidos.
- c) Canjear los préstamos de aquellos países en los que no estén interesados, por los de países en los que tengan algún interés.
- d) Hacer la conversión por acciones en algunos países, de acuerdo con las limitaciones y restricciones de los programas de conversión.

Este descuento va a ser influido de manera importante por aquellos eventos económicos, políticos y sociales, que pongan en peligro la estabilidad y viabilidad del país en cuestión para resolver sus problemas internos de crecimiento económico.

Inversionistas.

Otro participante de este mercado lo constituyen los inversionistas que buscan financiar proyectos de inversión mediante este tipo de swaps, aprovechando la ganancia de capital que se deriva de capitalizar la deuda adquirida a un descuento menor al del que fué adquirida.

La participación de estos inversionistas, en su mayoría corporaciones multinacionales, va a depender de varios factores como son :

- a) El descuento al que se cotizan los títulos de deuda en el mercado secundario.
- b) Los posibles beneficios fiscales que les otorguen los diferentes programas de conversión en los PLD's, tales como exención en el pago de impuestos por un periodo determinado.
- c) Las políticas vigentes sobre la repatriación de capital y pago de dividendos.
- d) Las oportunidades de proyectos de inversión que existan en estos países.

Estos cuatro factores van a influir de manera significativa en el horizonte de planeación que se formen los inversionistas, ya que por ejemplo, una política de dividendos restrictivas inducirá formarse un horizonte de inversión de largo plazo y viceversa.

Considerando estos factores, es importante completar el análisis de factibilidad del proyecto, incorporando el cálculo de la Tasa

Interna de Retorno (TIR) y del Valor Presente Neto, para de esta forma tener una estimación más confiable sobre la rentabilidad de financiar la inversión con este tipo de operación.

Finalmente, es importante notar que la medición de estos factores, se va a complementar con el análisis macroeconómico del país para evaluar correctamente el potencial de crecimiento del sector en el que se piensa invertir, así como su grado de prioridad como polo de desarrollo, grado de penetración en el mercado nacional e internacional, y posibles repercusiones a nivel de empleo y migración.

Países deudores.

La participación de los PLD's en los swaps, va a ser la que determine algunos de los factores que influyen en la decisión de los inversionistas de financiar proyectos de inversión a través de este mecanismo.

La adopción de diferentes esquemas depende del interés que tenga cada país al implantar su esquema de conversión, de esta manera mientras algunos prefieren utilizar los swaps como herramienta para promover la inversión, otros lo usan como auxiliar en la disminución de su deuda externa.

En el caso de que un gobierno busque el promover la inversión, como era el caso de México hasta 1989, el esquema tendrá cajones discretivos de descuento, que dependerán del grado de prioridad que tengan los diferentes sectores en la economía.

La orientación de la inversión en la economía se puede dar por medio de dos sistemas: el sistema de cargos por conversión y de compra a redescuento, y el de subasta.

Tanto el sistema de cargos por conversión como el de compra a redescuento, tienen una mecánica muy similar, ya que mientras en el sistema de cargos por conversión el gobierno del país deudor le cobra al inversionista un "cargó" por realizar la conversión, en el sistema de compra a redescuento el gobierno le aplica un descuento nominal a la inversión.

Con estos mecanismos, el país deudor obtiene una participación del descuento al que se cotiza su deuda en el mercado secundario.

El importe del cargo o la tasa de descuento que se aplique, va a depender del sector de la economía en el cual se va a realizar la inversión: esto se hace con el objeto de orientar el destino de la inversión dentro de la economía.

El sistema de subasta, por tener una finalidad diferente a la de los anteriores esquemas, no orienta la inversión, sino que procura captar el mayor descuento posibles.

En este mecanismo, el gobierno del país deudor, acepta un número determinado de solicitudes de inversión que indican monto a canjear y tasa de descuento a la que desea realizar la conversión. Con este mecanismo el gobierno del país deudor maximiza su captación del descuento.

Con estos datos el gobierno calcula una tasa ponderada de descuento, asignando el monto subastado entre aquellas posturas cuya tasa de descuento se encuentre por debajo de la tasa ponderada.

El cálculo de esta tasa ponderada se lleva a cabo de la siguiente manera :

$$d_p = \text{sum} [(d_1 * m_1) + (d_2 * m_2) + (d_3 * m_3) + \dots + (d_n * m_n)]$$

donde,

d_p = tasa ponderada de descuento

sum = sumatoria de las tasa de descuento por el porcentaje de participación (monto de la postura / monto a subastar)

En la determinación del esquema que se piensa aplicar se deben hacer consideraciones como lo son :

- a) El grado de desarrollo de los mercados internos de valores.
- b) La capacidad de absorción de la economía
- c) El posible impacto que pueda tener en las finanzas públicas el pago anticipado de la deuda a través de los swaps y
- d) El grado de adicionalidad del esquema de conversión principalmente.

Por último es importante señalar que otra de las funciones de los países deudores dentro del esquema de swap, es el de proveer de seguridad y posibilidades de inversión que se puedan derivar de los programas de privatización, así como los de promoción de polos de desarrollo

Organismos oficiales.

La participación de los organismos oficiales en los swaps, se encuentra orientada a la promoción del desarrollo de los países en desarrollo, por lo que su función es de árbitro entre los bancos acreedores y los gobiernos de los países deudores, pues el implementar un esquema de conversión requiere de modificaciones a los convenios de restructuración.

Con esta filosofía, los organismos como el Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial, el Tesoro y la Reserva Federal de los Estados Unidos, han manifestado su interés en encontrar una solución al problema de la deuda que permita crecer a los PLD's y al mismo tiempo mejorar la situación financiera de los bancos acreedores.

2.3 Las reglas del juego.

El mecanismo requerido por una operación swap del tipo de canje por acciones, involucra en su proceso a tres agentes :

- a) El inversionista
- b) El banco acreedor
- c) El gobierno del país deudor

En primera instancia, se encuentra el inversionista que busca llevar a cabo un proyecto de inversión en los PLD's, como puede ser la ampliación o construcción de planta, adquisición o fusión de empresas privadas o en proceso de privatización, etc., para lo cual elige los swaps como un medio de financiamiento.

Para llevar a cabo el swap, el inversionista requiere de papel de deuda del país en el que está interesado en invertir, que sea susceptible de ser canjeado, así como de la asesoría de un agente con amplio conocimiento del mercado y la experiencia necesaria para llevar a cabo las gestiones con el gobierno del país deudor.

Es importante destacar que no todo el papel de deuda que circula en el mercado secundario, cuenta con la misma liquidez para ser canjeado por acciones, debido a los convenios de reestructuración, y a que no todas las entidades públicas o privadas con deuda externa desean hacer el pago anticipado de esta deuda.

En cuanto a las negociaciones que debe llevar a cabo el banco acreedor para que le autoricen el canje de la operación, estas son diferentes para cada país, pero en general, el banco debe presentar el proyecto de inversión cumpliendo con ciertos requisitos al gobierno del país deudor para su autorización; una vez obtenida ésta, este gobierno liquida el importe real de la operación dependiendo del mecanismo que utilice para llevarla a cabo.

La deuda que adquiere al inversionista, se encuentra cotizada a descuento, por lo que pagará al banco acreedor un importe menor al valor nominal de la deuda, de acuerdo con la siguiente fórmula :

$$IR = (1 - d) * I$$

donde,

IR = importe real

d = descuento

I = monto a invertir

Con esto, el inversionista obtiene una ganancia de capital, ya que el importe real que paga por la deuda es menor al que recibe del país deudor, esto es, la tasa de descuento a la que compra la deuda es mayor a la que el gobierno del país deudor le redime esta deuda.

Por ejemplo, suponiendo que un inversionista extranjero desea hacer una inversión en México por 100 millones de dolares, y que el descuento al que se cotiza la deuda de México en el mercado secundario es del 52%, se tendría que el importe real pagado por el inversionista por esos 100 millones de dolares sería :

$$IR = (1 - .52) * 100 \text{ millones de dolares} = 48 \text{ millones de dolares}$$

El inversionista contaría ahora con 100 millones de dolares de +deuda del gobierno mexicano que le costaron 48 millones de dolares en realidad, listos para invertir en México, los cuales los presentaría para su canje o pago anticipado.

Suponiendo que el gobierno le canjeara estos títulos al 70% de su valor nominal, es decir al 30% de descuento, el inversionista recibiría 70 millones de dolares por esos 100 millones de dolares, teniendo una ganancia final de 22 millones de dolares.

Una vez que el inversionista tiene la deuda, se la presenta al gobierno del país deudor para su redención anticipada.

La forma en la que se lleve a cabo esto, dependerá del esquema de conversión vigente en el país deudor, aunque la liquidación lo hará el gobierno del país deudor en bonos domésticos de deuda pública.

La forma en que el inversionista obtiene liquidez sobre estos títulos dependerá también del esquema de cada país, ya que esta liquidez puede venir de la venta de estos bonos en mercado secundario o por la recompra de estos bonos por el mismo gobierno.

Con estos mecanismos de liquidez, el inversionista podrá contar con un determinado monto de recursos para financiar sus proyectos, mayor al que invirtió en un principio.

2.4 Nuevas combinaciones de opciones con swaps.

Con la evolución de los mercados financieros internacionales, así como el amplio margen de actividad existente en mercados como Londres y Nueva York, han surgido las llamadas "boutiques de inversión".

Estos mercados, cuentan con varias características que los colocan como centros de innovación en materia de manejo de deuda, así como de opciones financieras. Estas características son :

- a) La alta concentración de intermediarios financieros en un solo lugar (la "City" en Londres y "Wall Street" en Nueva York),
- b) La eficiente red de comunicaciones,
- c) El hecho de que el 60% de los eurobonos y el 90% de la deuda éste denominada en dólares (Lewis y Davis, 1987),

d) El hecho de que Nueva York sea el mercado con mayor movimiento en el intercambio y la distribución de europapel comercial y deuda (Euromoney, Annual Finacial Report, March 1987),

e) El hecho de que Londres sea el mercado con mayor participación de bancos, extranjero dos veces mas que Nueva York y tres veces mas que Tokyo (Lewis y Davis, 1987).

Este tipo de intermediarios financieros, cuya interes está enfocado a la búsqueda de nuevas opciones, se han caracterizado por la creatividad y la innovación con la que participan en los mercados internacionales, y han descubierto en el mercado secundario de la deuda una gran cantidad de oportunidades de negocios que explotar.

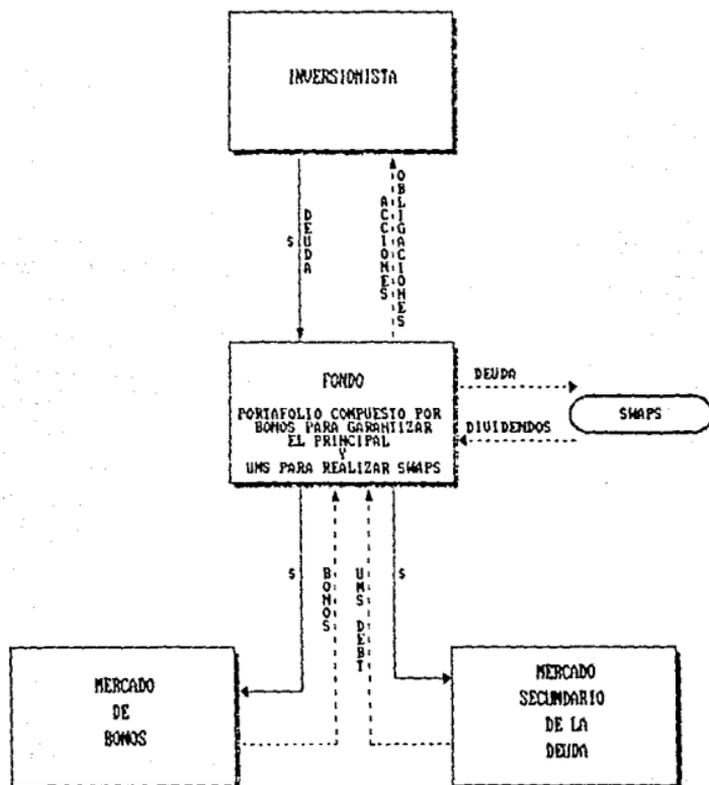
Una de estas oportunidades ha sido la de crear fondos de inversión de deuda, orientados principalmente a medianos inversionistas y a los bancos pequeños en el manejo de sus préstamos hacia los países en desarrollo, que deseen participar en swaps de deuda por acciones.

A continuación se presenta un caso hipotético de un fondo de inversión que opere con papel de deuda y cuyo objetivo sea el de llevar a cabo inversiones en países en desarrollo mediante swaps, así como el realizar arbitraje en el mercado secundario de la deuda.

Los activos de este fondo, estarían integrados por papel de deuda de países en desarrollo y bonos garantizados o de bajo riesgo.

Con esta mezcla de papeles se crearía un portafolio en el cual se tengan por un lado bonos que garanticen parte del principal y generen un determinado rendimiento, y por el otro deuda que serviría para llevar a cabo proyectos de inversión, compra-venta de empresas, etc. (fig.2.2)

FIGURA 2.2
ESQUEMA DE UN FONDO QUE OPERE CON PAPEL DE DEUDA
DEL GOBIERNO FEDERAL



La decisión sobre las anteriores acciones, así como la forma de implementarlas, se va a ver influenciada por el marco regulatorio, contable y fiscal, al que se encuentren sujetos por parte de las autoridades.

De ahí la necesidad de conocer la forma de contabilizar los swaps y su tratamiento fiscal dentro del balance global del banco, para posteriormente determinar cuales serian las estrategias a seguir en el manejo de estos activos.

3.2 Implicaciones fiscales de los swaps.

Con el desarrollo de este nuevo mercado, fué necesario crear un marco regulatorio que permitiera el sano desenvolvimiento de los swaps. A la creación de este marco conceptual, contribuyeron la Contraloría de la Moneda (OCC por sus siglas en inglés), el Instituto Americano de Contadores Públicos (AICPA por sus siglas en inglés), la Corporación Federal de Seguros de Depósitos (FDIC por sus siglas en inglés), la Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal (conocido como Fed) y otras instituciones, cuyo objetivo fué el de sentar las bases para una adecuada participación de la banca acreedora comercial estadounidense.

En un principio la OCC, hizo necesaria la inclusión de una clausula en los contratos de compra-venta de deuda, realizados entre los bancos acreedores e inversionistas, que eximia de cualquier obligación posterior al tenedor original de la deuda, transfiriendo esta con todos sus derechos y obligaciones.

Esta situación, provocó una reacción negativa de los negociadores de los países en desarrollo (Euromoney Special Supplement, September 1987, p.75), ya que esto implicaba para ellos

una dispersión en la tenencia de la deuda entre acreedores anónimos, lo que dificultaba su labor en futuras negociaciones.

Continuando con este espíritu de regulación y ordenación del nuevo mercado, la AICPA, emitió en septiembre de 1989 un boletín llamado "Accounting for Debt Equity Swaps", en el que daba un criterio para registrar estas operaciones, así como los factores que debían ser tomados en cuenta para contabilizar una pérdida derivada de la venta a descuento de este activo.

Uno de los datos importantes para llevar a cabo la contabilización de esta operación, era conocer el valor real de mercado de este activo (market fair value), para lo cual es necesario llevar a cabo una valuación que involucre los siguientes aspectos :

- a) El valor de mercado de los títulos de la deuda al momento de llevar a cabo su valuación.
- b) De no existir este, se deberá considerar el valor de las transacciones en efectivo de activos similares.
- c) El cálculo anticipado de los flujos de efectivo provenientes de estos títulos.
- d) El impacto de políticas de restricción en el pago de dividendos y/o repatriación de capital.

La consideración de todos estos factores es muy importante, ya que sirve para determinar si un activo tiene valor deteriorado, es decir, si el país deudor ha incurrido en una falta o incumplimiento de sus obligaciones contraídas con el exterior.

Una vez determinado el valor real de mercado, se procede a llevar a cabo su contabilidad de acuerdo al nivel de reserva mantenido, de esta forma si las reservas mantenidas superan la pérdida originada por la venta a descuento, esta no afectará a las

utilidades; en caso de que las reservas sean inferiores, lo que exceda de la pérdida se carga a las utilidades del periodo.

"Si de la aplicación de las FAS 15 (Norma de Contabilidad Financiera #15), se concluye que hay pérdida, es probable que la IRS (Servicio de Recaudación Interna) la acepte como deducible" (Deuda Externa y Banca Comercial Estadounidense, Casar y Andere, IMEF 1989, p.46)

Un problema del reconocimiento de estas pérdidas, es la contaminación del resto de los activos de tipo similar mantenidos en el portafolio, ya que de acuerdo con la AICPA y la OCC, la pérdida debe ser extendida a estos, cosa que no ocurre en el caso de los bancos europeos.

En cuanto al tratamiento fiscal que reciben las reservas, se tiene que en los Estados Unidos este varía ya que se mantienen dos tipos de estas :

- a) Las Reservas Generales para Pérdidas sobre Préstamos (GLLR)
- b) Las Reservas Asignadas para Riesgo de Transferencia (ATRR)

Las GLLR, son reservas que se utilizan para cubrir el riesgo de una falla en el pago de interes y/o capital, de los préstamos hechos a países en desarrollo en general, y no son deducibles de impuestos.

Las ATRR, se mantienen para cubrir unicamente el riesgo de incumplimiento de aquellos préstamos, que se considere con valor deteriorado; este tipo de activos, cuentan con un tratamiento fiscal diferente, pues se encuentran exentas de impuestos.

En lo referente a los bancos europeos, se tiene que en Francia, Reino Unido, Alemania y Francia, las reservas son de un solo tipo y ademas son deducibles de impuestos. (ver figura 3.4)

FIGURA 3.4 TRATAMIENTO DE LAS RESERVAS PARA LOS BANCOS EUROPEOS

TRATAMIENTO REGULATORIO DE LAS RESERVAS	TRATAMIENTO FISCAL DE LAS RESERVAS	
	NO-DEDUCIBLES	DEDUCIBLES
	INCLUIDAS EN EL CAPITAL	E.U. (GLRR) FRANCIA
	NO INCLUIDAS EN EL CAPITAL	INGLATERRA ALEMANIA SUIZA E.U. (ATRR)

Lo anterior, tiene implicaciones importantes dentro del manejo de reservas y de portafolio, ya que va a ser importante el mantener en la cartera de activos la mezcla adecuada que permita optimizar las ventajas fiscales por plaza, así como el adecuado nivel de reservas dependiendo del tratamiento fiscal que tengan. (un resumen del tratamiento de las reservas se puede ver en la figura 3.5).

Otra regulación que forma parte del marco dentro del cual operan los swaps, lo constituye la Regulación K de los Estados Unidos que regula la actividad de la banca comercial de ese país.

Dicha regulación tenía por objeto el limitar la participación de los bancos dentro de la actividad empresarial, ya que no les permitía ser socios de empresas no financieras; sin embargo, a partir de agosto de 1987, sufrió algunas modificaciones con objeto de adecuarla a los cambios del mercado financiero internacional.

Estas modificaciones, ampliaron las posibilidades de participación de los bancos en empresas cuyo giro no fuera exclusivamente financiero, de esta manera se les permitió adquirir :

a) Hasta el 100% del capital de una empresa financiera,

FIGURA 3.5.

CUADRO SINOPTICO DE LAS RESERVAS

CLASIFICACION	CONCEPTO	TRATAMIENTO GAAP*	TRATAMIENTO RAAP*	TRATAMIENTO FISCAL
RESERVA GENERALES PARA PERDIDAS EN PRESTAMOS (GLLR)	SOM GENERALES POR LO QUE SE APLICAN AL TOTAL DE LOS ACTIVOS SE ESTABLECEN PARA CUBRIR RIESGOS COMERCIALES ASOCIADOS A LAS CARRERAS DE LOS BANCOS	SE CONTABILIZAN CON CARGO A LOS RESULTADOS DE LA EMPRESA CAUSANDO UNA REDUCCION DE LOS CREDITOS (WRITE DOWN) REFLAJANDO UNA REDUCCION DE LA ISMA MAGNITUD EN EL CAPITAL	LA UNICA DIFERENCIA ES QUE LAS RESERVAS QUE SE DEDUCEN DEL CAPITAL, SE RESTABLECEN PARA FINES DE CALCULAR EL CAPITAL MINIMO REGULATORIO ESTO SIGNIFICA QUE ESTAS RESERVAS NO TIENEN COSTOS DE CAPITAL.	NO SON DEDUCIBLES
RESERVAS ASIGNADAS PARA RIESGO DE TRANSFERENCIA (ATR)	SOM ESPECIFICAS Y SE APLICAN A AQUELLOS CREDITOS CLASIFICADOS COMO URLOA DETERIORADO. ESTA CLASIFICACION ESTA A CARGO DEL COMITE INTERGERENCIA DE REVISION DE DE EXPOSICION POR PAISES	EL MISMO QUE GLLR	SE CONSIDERAN COMO PARTE DEL CAPITAL PARA EL CALCULO DE LA RAZON CAP/ACTI. LO QUE IMPLICA UN COSTO DE CAPITAL.	SON DEDUCIBLES.

NOTA : * GENERAL ACCEPTED ACCOUNTING PRINCIPLES (PRINCIPIOS DE CONTABILIDAD GENERALMENTE ACEPTADOS

** REGULATORY ACCOUNTING POLICIES (POLITICAS REGULATORIAS CONTABLES

b) Hasta el 20% de las acciones con derecho a voto en empresas con actividades no financieras,

c) Hasta el 40% de las acciones con derecho a voto en empresas con actividades no financieras, solo en el caso de que existiera un accionista o grupo de accionistas, que tuvieran en su poder una mayor participación que la posible adquirida por el banco.

Con este tipo de acciones por parte de las autoridades, los bancos acreedores cuentan con un marco más flexible, para participar en actividades de capitalización directa o compra de empresas en los PLD's, lo cual abre las puertas a un mayor desarrollo de este mercado, aunque es necesario seguir innovando para lograr que este marco regulatorio se adapte de la mejor manera a este mercado cambiante de la deuda.

3.3 Estrategias bancarias.

Ante este panorama regulatorio y fiscal, los bancos acreedores, han buscado la manera de encontrar nuevas opciones, que les permitan aprovechar todas las posibles oportunidades del mercado de la deuda, utilizando a los swaps como una poderosa herramienta.

Por lo tanto, deben de plantear estrategias que tomen en cuenta factores tales como :

a) El régimen fiscal por plaza,

b) La proporción de reservas mantenidas en relación a la tasa de descuento,

c) El marco regulatorio en sus países y en los PLD's.

Evaluando estos factores, los bancos tendrán una mejor visión de cuales son sus alcances en el manejo de la deuda, buscando nuevas

soluciones que se adapten a sus necesidades y de factible realización.

De esta forma, mientras existen quienes optan por las soluciones tales como el esquema del Bono Cupón Cero de México, con el fin de asegurar el pago de la deuda, hay quienes están buscando un tratamiento especial en las pérdidas de estos activos mediante la construcción de obras de beneficencia pública o la participación en programas ecológicos, y otros que buscan nuevas combinaciones con el fin de participar activamente en el mercado de la deuda buscando mayores utilidades.

Este último grupo, está constituido por aquellos pequeños bancos acreedores y "boutiques de inversión", mencionados con anterioridad y que destacan como los mejores intermediarios financieros en el manejo de swaps; actualmente se encuentran analizando varias opciones como los son la emisión de "bonos chatarra de deuda" (debt junk bonds) y de "certificados de participación patrimonial en el capital de riesgo de los bancos acreedores".

Los "bonos chatarra de deuda", son bonos emitidos por un intermediario financiero o un banco, que se encuentran respaldados por papel de deuda de un país deudor.

El objeto de estos bonos es el de transformar deuda de un país, en bonos comerciables en el mercado secundario, que pudiesen ser adquiridos varios inversionistas.

Este tipo de bonos, proveería de liquidez a los bancos acreedores, pagando un rendimiento atractivo para aquellos inversionistas participantes del mercado de los bonos chatarra, que buscan obtener un rendimiento alto con un mayor nivel de riesgo.

Debido a los rendimientos otorgados por los bonos chatarra, la emisión de estos "bonos chatarra de deuda", se ha visto retrasada, ya que considerando el descuento al que se cotiza la deuda de latinoamerica, solo en algunos casos se obtiene un rendimiento competitivo.

Tomando por ejemplo el caso de México, tenemos los siguientes datos, la deuda de éste se cotiza a un descuento del 52% en el mercado secundario (es decir a 48 centavos por dolar) , y que la tasa a la que esta contratada es de libor (suponiendo una tasa de 8.65%) mas $13/16$.

Con los datos anteriores tenemos que la tasa que se le pagaría al inversionista sería de 9.46% ($8.65 + 13/16$) sobre un dolar que invierta; ya que unicamente se pago 48 centavos por cada dolar, la tasa real sería de 19.71% anual ($9.46 \text{ dolares por cada } 48 \text{ dolares}$, es decir $9.46/48$) menos costos de emisión, lo que colocaría este rendimiento en niveles de alrededor del 17%. nivel muy similar al de los "junk bonds".

Este análisis se complica si se toman en cuenta las negociaciones hechas recientemente por México en 1989, y el menu de opciones presentado a los bancos acreedores que incluye puntos como :

- a) Reducción en el capital
- b) Reducción en la tasa de interes
- c) Una combinación de ambos, mas nuevos créditos.

Este planteamiento, que puede servir como base para futuras negociaciones de la deuda de otros países en desarrollo, tiene serias implicaciones en las cotizaciones de su deuda, con lo que el margen de operación de los bonos mencionados se vería reducido.

En lo referente a los *certificados de participación patrimonial en el capital de riesgo de los bancos*, esta opción proveería de una mayor flexibilidad en el manejo de su deuda a los bancos acreedores, pues con estos recursos, podrían constituir reservas contra las pérdidas por la capitalización de la deuda, a un bajo costo financiero.

Estos certificados, pasarían a formar parte del capital de los bancos en su balance, lo que les permitiría crear reservas contra pérdidas por préstamos o activos riesgosos.

De esta forma, estos bancos podrían realizar swaps, y la pérdida ocasionada por esta venta a descuento sería absorbida por estas reservas creadas, sin alterar la estructura de capital original del banco.

El costo de estas reservas sería en realidad bajo, pues a los inversionistas se les tendría que pagar dividendos de acuerdo con las utilidades obtenidas de los swaps.

Estos certificados podrían contar con la característica de ser convertibles en una participación directa en el capital de la empresa una vez que esta vaya a ser vendida, lo que le daría un atractivo adicional entre aquellos inversionistas de corte institucional como lo pueden ser compañías interesadas en ampliar su participación dentro del mercado latinoamericano.

Aunque existen muchas inquietudes actualmente en cuanto a la forma de manejar de manera rentable la deuda externa de los PLD's, los ejemplos arriba mencionados, son un ejemplo de que la característica dominante en el mercado de la deuda es la creatividad, lo que resulta estimulante y a la vez un reto entre los bancos acreedores de estos países.

CAPITULO CUARTO

"El esquema swap en México"

4.1 El esquema en México hasta 1989.

Los orígenes del programa de conversión en México, se encuentran en el año de 1986, cuando se autoriza por vez primera una operación de este tipo, aunque ya la cláusula 5.11 (anexo 1), del Convenio de Reestructuración de la Deuda Pública de agosto de 1985, abría las puertas a la posibilidad de que un inversionista extranjero adquiriera deuda para canjearla posteriormente, por acciones de empresas públicas o privadas.

Aunque este mecanismo de canje, permite al gobierno internalizar parte del descuento al que se cotiza la deuda en el mercado secundario, el enfoque del programa mexicano vigente hasta 1989, era primordialmente el de promover la inversión extranjera.

Este enfoque queda de manifiesto, si se toma en cuenta el hecho de que el gobierno había establecido 8 cajones de descuentos a los cuales compraba su propia deuda a los inversionistas, y que van de menor a mayor dependiendo de el tipo de actividad al que se iba a destinar la inversión canjeada. (figura 4.1)

Como se puede observar en el cuadro anterior, la actitud del gobierno mexicano, era la de favorecer a aquellos proyectos llevados a cabo por empresas multinacionales, que promovieran la captación de divisas por la exportación de sus productos, así como la introducción de tecnología de punta en sus procesos y que no desplazaran a empresas mexicanas.

FIGURA 4.1
COMISIONES DEL GOBIERNO MEXICANO
POR LA CONVERSION DE PRESTAMOS

CATEGORIA	DESCUENTO %	CONDICIONES
0	0	- LA COMPRA PARCIAL O TOTAL DE EMPRESAS PARAESTATALES O DEL GOBIERNO.
1	5	- NUEVAS COMPANIAS, EXPANSIONES, O LINEAS DE PRODUCTOS CON PRODUCCION DE EXPORTACION DEL 80% O MAS. - COMPRA PARCIAL O TOTAL DE EMPRESAS MEXICANAS CON CAPITAL EXTRANJERO. - NUEVAS EMPRESAS ESPECIALIZADAS EN TECNOLOGIA AVANZADA, CON ALTO CONTENIDO DE INSUMOS DOMESTICOS, O SUSTITUCION DE IMPORTACIONES. - INVERSIONES EN PEQUEÑOS NEGOCIOS (DE ACUERDO CON LA RES. GRAL. NO.15 DE LA COMISION NACIONAL DE INV. EXTRANJERAS)
2	8	- NUEVAS EMPRESAS, EXPANSIONES, NUEVOS PRODUCTOS CON ALTA TECNOLOGIA, EMPRESAS EN SECTORES PRIORITARIOS GENERADORAS DE DIVISAS Y EMPLEO, O EN ZONAS DE DESCENTRALIZACION, O QUE EXPORTEN CUANDO MENOS EL 50% DE SU PRODUCCION.
3	12	- EMPRESAS QUE EXPORTEN CUANDO MENOS EL 20% DE SU PRODUCCION - COMPANIAS CON PROYECTOS QUE INVOLUCREN ALTA TECNOLOGIA - PROYECTOS DE INVERSION EN LA MEDIANA EMPRESA - INVERSION EN EMPRESAS MEXICANAS CON POCO O NULO CAPITAL EXTRANJERO
4	13	- INVERSION EN EMPRESAS CON BALANZA DE PAGOS DEFICITARIA - NUEVOS PRODUCTOS, NUEVAS EMPRESAS PARCIALMENTE ORIENTADAS A LA EXPORTACION - EMPRESAS QUE SE ENCUENTREN DEBAJO DE LOS NIVELES MARCADOS POR LAS NORMAS INDUSTRIALES
5	14	- NUEVAS EMPRESAS O INVERSIONES EN LINEAS DE NUEVOS PRODUCTOS ORIENTADOS A CORREGIR DEFICITS COMERCIALES DE EMPRESAS ESTABLECIDAS. - REDUCCION DE ADEUDOS CON PROVEEDORES DOMESTICOS - INVERSION EN EMPRESAS CON UN BAJO CONTENIDO DE INSUMOS DOMESTICOS - INVERSIONES EN TECNOLOGIA MEDIA.
6	15	- PARCIAL CAPITALIZACION O PREPAGO DE ADEUDOS CON FICORCA O SOCIEDADES NACIONALES DE CREDITO. - INVERSION EN EMPRESAS DE MEDIA TECNOLOGIA O NO GENERADORAS DE DIVISAS
7	16	- PAGO DE DEUDA CON FICORCA O SOCIEDADES NACIONALES DE CREDITO
8	25	- INVERSION EN EMPRESAS NO GENERADORAS DE INGRESOS EN DIVISAS - PROYECTOS QUE NO SATISFAGAN LAS CONDICIONES ANTERIORES

De esta forma, industrias como la automotriz, que cubrían esos requisitos, aprovecharon las facilidades que les otorgaba este esquema, realizando swaps para ampliar sus plantas.

Tal es el caso de Volkswagen y el Deutsche Bank, que en diciembre de 1986 llevaron a cabo una operación por 141 millones de dólares nominales adquiriéndolos en el mercado secundario a descuento a 85 millones de dólares y redimiéndolos a 125 millones de dólares; Chrysler realizó a su vez una operación por 110 millones de dólares; Ford otra de 50 millones de dólares; y Nissan otra por 60 millones de dólares. (Rubin, 1987).

Otros sectores que se vieron beneficiados con esta política del gobierno fueron los siguientes :

a) *Turismo*.- En este rubro, destaca el hecho de que algunos de los hoteles mas recientes como el Club Med de Bahías de Huatulco, el Hotel Nikko de la Ciudad de México y otros, han sido financiados mediante swaps; además de que, al suspenderse el programa en 1988, la única rama de la economía en la que siguieron realizandose swaps fué esta.

b) *Maquiladoras*.- Por su situación estratégica (puertos a los dos océanos y una extensa frontera con el mercado mas grande del mundo) y el bajo costo de su mano de obra, México se ha convertido en un lugar atractivo para el establecimiento de plantas maquiladoras, las cuales constituyen un mercado potencial para el canje de deuda por acciones.

c) *Sector Público*.- Con los programas de desincorporación de empresas públicas o paraestatales, este sector ha resultado muy dinámico, dado que tanto la administración del Lic. De La Madrid, como la actual del Lic. Salinas de Gortari, han llevado a cabo un esfuerzo en el adelgazamiento del sector público con respecto al que tenía en años

anteriores con lo que se abre la puerta para muchas oportunidades de adquisición de empresas públicas mediante swaps.

d) *Sector Privado*.— En este sector las oportunidades han sido muchas provenientes de la reestructuración de pasivos de empresas, que han aprovechado los swaps como medio para llevar a cabo estas capitalizaciones y reestructuraciones, o para realizar prepagos de compromisos adquiridos con bancos o con el fideicomiso de cobertura de riesgos cambiarios (FICORCA).

Para llevar a cabo un swap en México, la mecánica es similar a la descrita anteriormente. Un inversionista que quisiera financiar un proyecto de inversión, compraba deuda del gobierno mexicano (UMS debt) a descuento y posteriormente la presentaba al gobierno para que se la canjeara por inversión en el país.

Es importante notar que no toda la deuda del gobierno es susceptible de ser canjeada, ya que debe ser la proveniente de la reestructuración de la deuda pública con vencimientos originales entre 1982 y 1990.

Para realizar la operación, una vez que el inversionista adquiría la deuda, requería de un banco que lo asesorara y que actuara como su agente en las negociaciones con el gobierno mexicano.

En México, los principales bancos encargados de llevar este tipo de negociaciones son : Banco Nacional de México (Banamex) S.N.C., Bancomer S.N.C., y Banca Serfin, quienes actúan en coordinación con instituciones financieras del exterior.

Ya que se seleccionó el banco agente, el inversionista necesitaba presentar a la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP), una solicitud que contenga toda la información y un análisis del proyecto que quería financiar.

Posteriormente la SHCP, en coordinación con la Comisión Nacional de Inversiones Extranjeras (CNIE), analizaba la solicitud para determinar si procedía o no la capitalización, así como la tasa de descuento que se le iba a aplicar a dicha deuda de acuerdo con la tabla que se encontraba vigente (ver figura 4.1).

Dentro de los proyectos de inversión, la categoría más utilizada en ese esquema era la número 3, por contener a aquellos proyectos cuyos objetivos fueran el desarrollo de industrias, expansión y creación de nuevas plantas en polos de desarrollo, etc.

Para este efecto, las acciones de las empresas adquiridas por este conducto, debían contar con una serie de requisitos para ser consideradas por la SHCP, como capital calificado para invertir, y estos requisitos son :

- a) Deberan ser nominativas.
- b) No deberan ser transferibles a entidades mexicanas antes del primero de enero de 1998, debiendo constar esta restricción en los títulos.
- c) No deberan ser redimidas en condiciones más favorables, que las que existían cuando la deuda era pública, es decir, en un plazo menor o en condiciones de ventaja sobre el capital de la empresa existente antes de la capitalización.
- d) No deberan ser utilizadas para garantizar el pago de dividendos que no correspondan a las utilidades y a los ingresos.
- e) No deberan ser redimibles en otro tipo de instrumento de inversión no autorizados.

Adicionalmente, el inversionista debía de presentar la siguiente documentación :

a) El acuerdo de compra de la deuda entre el banco acreedor y el inversionista,

b) El finiquito de la operación firmado por el tenedor de la deuda, el inversionista, el beneficiario y el emisor.

Una vez que la SHCP aprobaba el proyecto, emitía un oficio de conformidad que incluía :

a) Monto nominal a canjear

b) El plazo al que se encontraba contratada esa deuda

c) La procedencia de la deuda

d) La tasa de descuento a la que se realizaba el swap.

Derivado de este oficio, se firmaba un convenio entre los involucrados en la operación de canje y que eran :

a) El banco acreedor.

b) El inversionista extranjero, su filial o subsidiaria mexicana.

c) El emisor, o en caso del gobierno federal la SHCP.

Este convenio, contenía las cláusulas necesarias para confirmar la operación de conversión, así como el mecanismo que se aplicaba para controlar el destino de los recursos canjeados.

Inmediatamente después de la firma de este convenio, se estipulaban los medios por los cuales se iba a liquidar la operación. En el caso de que el deudor fuera el gobierno federal, esta liquidación se daba a través de Certificados de la Tesorería de la Federación (CETES), que son instrumentos de deuda pública doméstica del gobierno federal, aunque esta liquidación podía darse en otros instrumentos como los Pagarés de la Tesorería de la Federación (PAGAFES), u otros que eran depositados en la Tesorería de la Federación a nombre del inversionista.

En el caso de que el emisor de la deuda no fuera el gobierno federal, la empresa deudora tendría que efectuar un depósito en la Tesorería de la Federación a nombre del inversionista, que generaría intereses; en ambos casos, el gobierno era el encargado de liquidar a los acreedores, contratista y proveedores del inversionista, siempre y cuando estos no fueran bancos extranjeros o sucursales de estos en el país, casas matrices en el exterior y ninguna otra forma que implique el flujo de recursos al exterior.

Los recursos se iban disponiendo poco a poco de acuerdo a las necesidades del proyecto y a un calendario de actividades previamente establecido.

Existían diferentes modalidades del swap de deuda por acciones, todos ellos contenidos en el "Manual Operativo para la Capitalización de Pasivos y la Sustitución de Deuda Pública por Inversión", publicado por la SHCP y la CNIE, que servían como guía para los inversionistas.

Entre los esquemas contenidos en el Manual, destacaban los que se encuentran descritos en las figuras 4.2, 4.3, 4.4 y 4.5, aunque estos servían como ejemplos y bases para nuevas combinaciones.

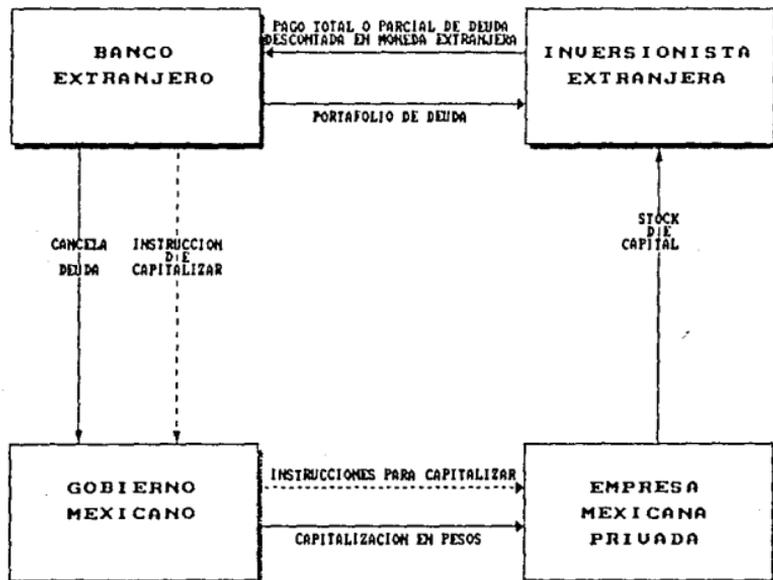
Estas opciones han sido utilizadas por algunas empresas para desarrollar esquemas de reestructuración de pasivos y mejorar de esta forma la situación financiera de la empresa. Un ejemplo claro de esto se puede apreciar en el proceso de reestructuración financiera de Grupo Alfa, que se analiza a continuación.

4.2 Un ejemplo: el caso de Grupo Alfa.

Una de las empresas mexicanas que mayor crecimiento tuvo en el auge petrolero, fue sin duda Grupo Alfa, grupo industrial de

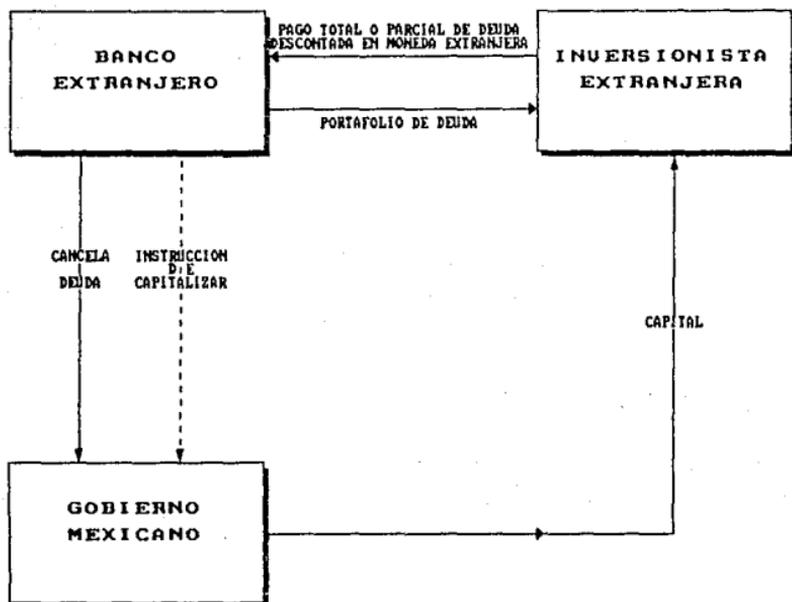
FIGURA 4.2

CAPITALIZACION INDIRECTA DE UNA EMPRESA PRIVADA POR UN INVERSIONISTA EXTRANJERO CON DEUDA DEL GOBIERNO FEDERAL



UN INVERSIONISTA EXTRANJERO NEGOCIA CON MEXICO Y CON UNA EMPRESA LA CAPITALIZACION DE ESTA CON DEUDA REESTRUCTURADA DE UNA ENTIDAD PUBLICA O DEL GOBIERNO FEDERAL, QUE SE PAGARA EN PESOS, CON UN DESCUENTO, Y GIRA INSTRUCCIONES A LA EMPRESA PARA HACER LA CAPITALIZACION LA EMPRESA GIRA ACCIONES REPRESENTATIVAS DE UNA PARTE DEL CAPITAL DENTRO DE LAS LIMITACIONES DE LA CLAUSULA 5.11

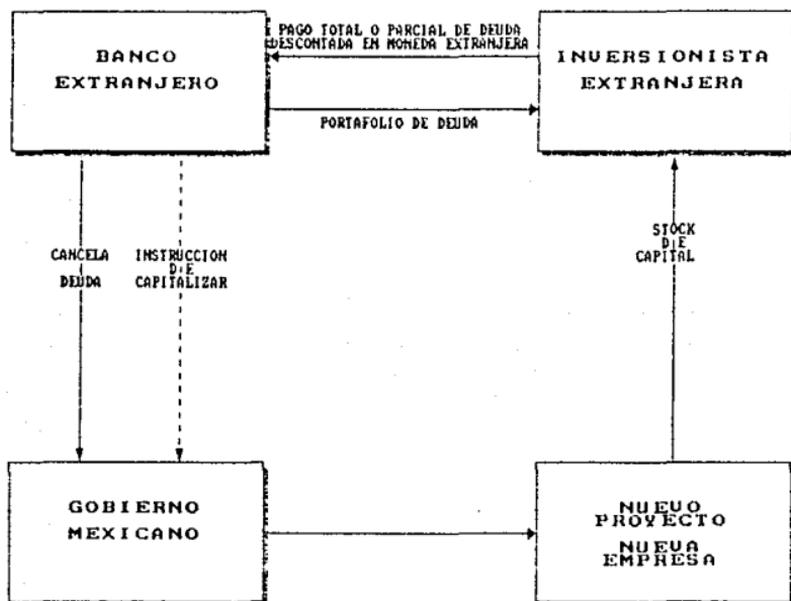
**FIG. 4.3 CAPITALIZACION DIRECTA
DE UNA ENTIDAD PUBLICA CON DEUDA REESTRUCTURADA
POR UN INVERSIONISTA EXTRANJERO.**



UN INVERSIONISTA NEGOCIA CON EL ACREEDROS DE UNA ENTIDAD PUBLICA EL PAGO (CON O SIN DESCUENTO) DE TODA O PARTE DE LA DEUDA DE DICHA ENTIDAD, LA CUAL SI ESTA DE ACUERDO LE ENTREGARA PARTICIPACION DE SU CAPITAL AL INVERSIONISTA, DE ACUERDO CON LOS REQUERIMIENTOS DEL BANCO Y DENTRO DE LAS LIMITACIONES ESTABLECIDAS EN LA CLAUSULA 5.11

FIGURA 4.4

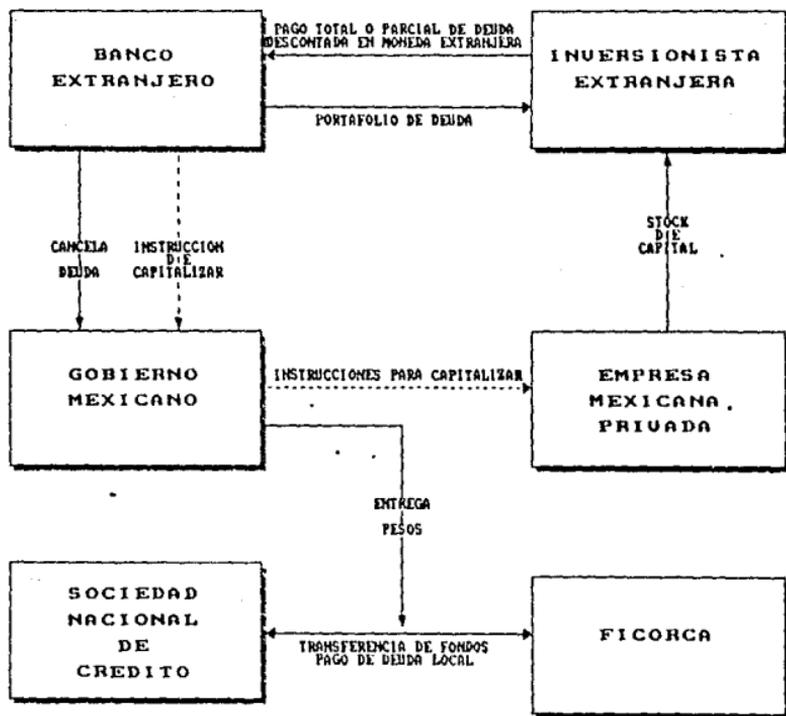
INVERSION EN UN NUEVO PROYECTO POR UN INVERSIONISTA
EXTRANJERO CON DEUDA REESTRUCTURADA
DE UNA ENTIDAD PUBLICA



UN INVERSIONISTA EXTRANJERA NEGOCIA CON UN ACREEDOR, INVERTIR EN UN NUEVO PROYECTO, CON DEUDA REESTRUCTURADA DE UNA ENTIDAD PUBLICA, LA CUAL, EN CANJE POR SU DEUDA, HACE LA INVERSION EN EL NUEVO PROYECTO. EL CAPITAL ES ENTREGADO EN LA NUEVA EMPRESA, EN FAVOR DEL INVERSIONISTA EXTRANJERO, DENTRO DE LAS LIMITACIONES DE LA CLAUSULA 5.11.

FIGURA 4.5

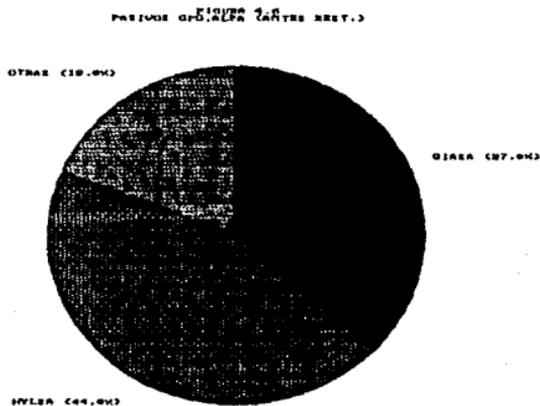
**CAPITALIZACION INDIRECTA DE UNA ENTIDAD PRIVADA
POR UNA INVERSIONISTA EXTRANJERO CON DEUDA
REESTRUCTURADA DE UNA ENTIDAD PUBLICA PARA EL PAGO DE LA
DEUDA DE UNA ENTIDAD PRIVADA CON LAS SOCIEDADES
NACIONALES DE CREDITO O FICORCA**



UN INVERSIONISTA EXTRANJERO NEGOCIA CON UN ACREEDOR Y CON UNA ENTIDAD PRIVADA, SU CAPITALIZACION CON DEUDA REESTRUCTURADA DE UNA ENTIDAD PUBLICA REESTRUCTURADA; CON LOS FONDOS APORTADOS, LA ENTIDAD PRIVADA LIQUIDA SUS PASIVOS, Y DA A CAMBIO PARTE DE SU CAPITAL EN FAVOR DEL INVERSIONISTA EXTRANJERO, DENTRO DE LAS LIMITACIONES ESTABLECIDAS EN LA CLAUSELA 5.11

Monterrey con una activa participación en la actividad petroquímica y metalúrgica entre otras.

Dentro del proceso de reestructuración de pasivos del grupo, sobresalen como los mas importantes la reestructuración de la empresa holding Grupo Industrial Alfa S.A. (GIASA) y Hojalata y Lámina S.A. (HYLSA), empresa orientada a la producción de acero laminado, ya que estas empresas representaban poco mas del 80% de los pasivos bancarios del grupo como se puede ver en la figura 4.6.

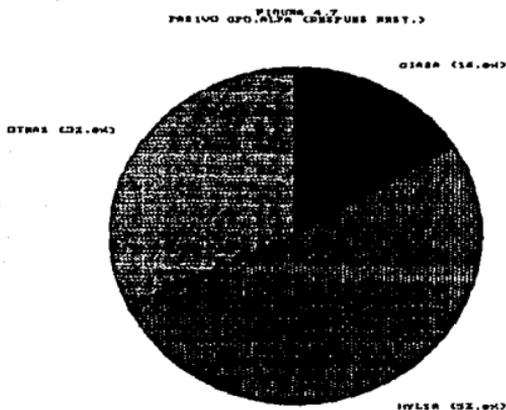


GIASA.

GIASA, quien es la empresa tenedora de las acciones del grupo, debía a sus acreedores mas de 920 millones de dólares (El Financiero,

14 de marzo 1988, p.43), lo cual representaba mas de una tercera parte de la deuda del grupo (ver figura 4.6).

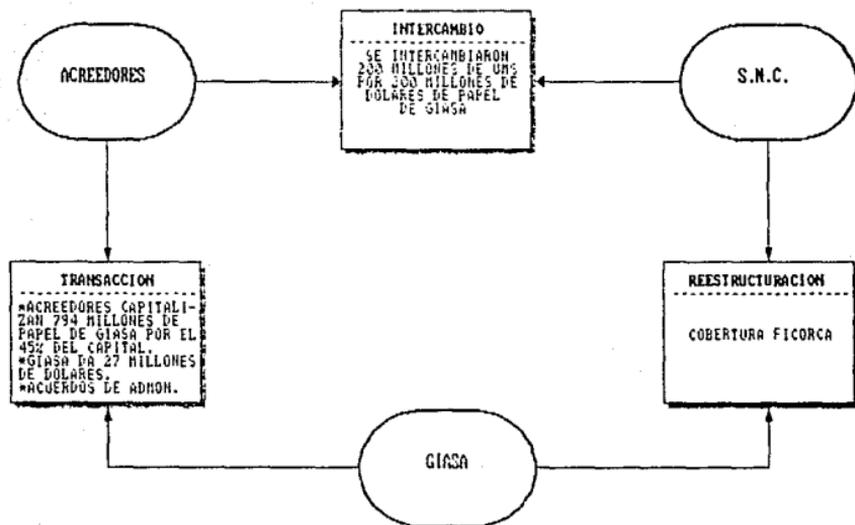
Esta participación en los pasivos, se vió sensiblemente disminuida con la reestructuración, ya que pasa a ser del 16% como se ve en la figura 4.7.



El proceso de reestructuración de pasivos finalizó en diciembre de 1988 e involucró tres operaciones que se llevaron a cabo de manera simultanea de acuerdo al esquema de la figura 4.8.

La primera de estas operaciones fué llevada a cabo entre BIASA y sus acreedores: en esta, BIASA canjeó 52,650.000 acciones de la serie nominativa B, que representaban el 45% del capital social de la nueva emisión de acciones que sustituyó a la existente, a cambio de 794 millones de dolares de deuda.

FIGURA 4.8
REESTRUCTURACION DE GIASA



Este canje de deuda por acciones, implica el convertir en socios a los acreedores de GIASA, mediante la capitalización de pasivos; a esta se le adiciona la entrega de 27 millones de dólares en efectivo.

El transformar en socios a los acreedores, requirió de llevar a cabo ajustes en la estructura administrativa como lo fueron :

- a) Formación de un consejo administrativo de 15 miembros, de los cuales 9 serían nombrados por los acreedores, 5 por los accionistas actuales y 1 por el gobierno mexicano.
- b) Modificación de estatutos.
- c) Incurrir en nuevos pasivos.
- d) Realizar nuevas inversiones.
- e) Vender o gravar acciones de las empresas del sector acero y petroquímica.
- f) Desinversión en cierto grupo de empresas.

En la segunda operación, una Sociedad Nacional de Crédito le canjea 200 millones de deuda del gobierno mexicano a los acreedores por 200 millones de deuda de GIASA, con lo que Bancomer se queda como único acreedor de GIASA.

Finalmente la tercera operación se lleva a cabo entre la Sociedad Nacional de Crédito y GIASA, quienes reestructuran la deuda a través de una cobertura con FICORCA, para que quede protegida de cualquier devaluación y realice el pago de este pasivo en pesos.

Como se puede ver en la reestructuración de GIASA, se involucran 2 tipos de swaps, el de deuda por deuda entre Bancomer y los acreedores de GIASA, y el de deuda por acciones entre GIASA y sus acreedores.

HYLSA.

En el acuerdo de reestructuración de HYLSA, se les planteó a sus acreedores un menú que contemplaba dos opciones con las cuales la empresa podrá realizar inversiones en equipo y tecnología por un total de 370 millones de dólares; estas opciones son :

- a) El plan ortodoxo.
- b) El esquema swap.

El *planteamiento ortodoxo* (figura 4.9), contempla que sobre una base de 900 millones de dólares de principal mas 247 millones de dólares de intereses vencidos, se realizen las siguientes acciones :

- a) La capitalización de los 247 millones de dólares de deuda por el 20% de las acciones de la empresa, quedando así dos porciones de 450 millones de dólares cada una.
- b) La primera porción de 450 millones constituiría el Nivel A que se reestructuraría en las siguientes condiciones :

Plazo : 15 años con 5 de gracia.

Tasa : Libor + 1%, hasta un tope de 11.5%.

Amortización : En base al flujo disponible con montos en efectivo mínimos de 24 millones de dólares en 1987, y ascendentes hasta 40 millones de dólares a partir de 1991.

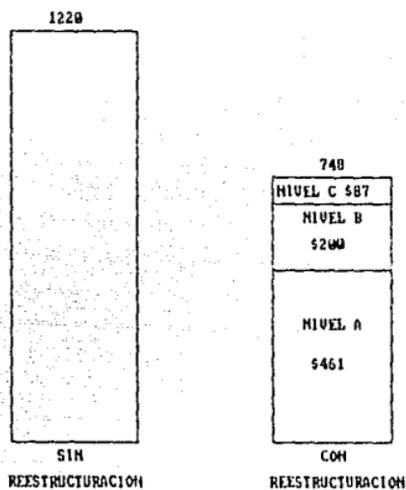
- c) La segunda porción constituiría el nivel B, que a su vez daría lugar al nivel C. En el nivel B, la deuda quedaría como sigue :

Monto : * mínimo de 200 millones de dólares.

* incentivo 250 millones de dólares.

Incentivo : Si la empresa prepaga distintas cantidades por encima del mínimo requerido, el excedente pasará a formar parte del nivel C, con lo que se la aplicarían

FIGURA 4.9 PLAN I
ESQUEMA ORTODOXO
(MILES USD DIC.87)



NOTA : SUPONE 100% ACEPTACION PLAN I Y UTILIZAR
LOS INCENTIVOS.

ESTA TESIS NO DEBE
SALIR DE LA BIBLIOTECA

las condiciones de este nivel para el pago de los intereses.

Plazo : 15 años.

Tasa : Libor + 1% con la ventaja de que si aprovechan los incentivos al máximo y reduce la porción B al nivel mínimo, con lo que la tasa sería de 4.5% fija para los primeros 5 años. A partir de 1992 la tasa sería de Libor + 1%.

Amortización : En base al flujo de efectivo.

El nivel C quedaría de la siguiente forma :

Monto : Máximo de 250 millones de dólares.

Plazo : 15 años.

Tasa : 1%, hasta 1992 donde se transforma a Libor + 1%

Amortización : En base al flujo de efectivo.

Adicionalmente se requiere que en la fecha de cierre de la operación, la empresa liquide un mínimo de 100 millones de dólares en efectivo a los acreedores sobre una base prorata.

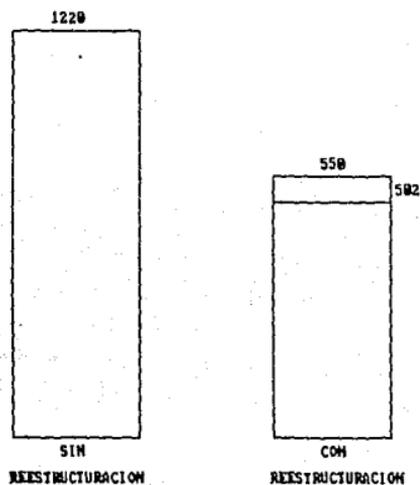
El planteamiento del esquema swap (figura 4.10), proponía que se canjeara el total de la deuda de Hylsa, por 550 millones de dólares en valor nominal de deuda del gobierno mexicano (UMS debt), mas un pago de 100 millones de dólares en efectivo que se repartiría entre los acreedores sobre una base prorata.

Finalmente el acuerdo tomado por los acreedores sobre los 1,213 millones de dólares de deuda de Hylsa, fué una combinación de los anteriores esquemas, ya que el 30% optó por el esquema ortodoxo y el 70% restante por el esquema swap.

De esta forma, el resultado de las negociaciones fué el siguiente :

FIGURA 4.10 PLAN II

**ESQUEMA SWAP
(MILES USD DIC. 87)**



NOTA : SUPONE EL 100% DE LA ACEPTACION PLAN II

- a) Hylsa entregó a sus acreedores 123.7 millones de dólares en efectivo sobre una base prorata.
- b) Hylsa canjeó 352.1 millones de dólares de su deuda por deuda directa del gobierno mexicano (UMS debt), mediante un intercambio que llevó a cabo con los acreedores a través de una Sociedad Nacional de Crédito; simultáneamente Hylsa firmó un convenio de reestructuración con este banco por el mismo importe.
- c) Hylsa entregó el equivalente a 14.4 y 500.9 millones de dólares en capital social y prima de acciones respectivamente, que representan un interés minoritario del 21%.
- d) Hylsa liquidó a los acreedores 221.9 millones de dólares mediante mecanismos diversos que negoció con los acreedores.

En el caso de Hylsa, resulta claro como las combinaciones entre diversos mecanismos de canje como lo son el de deuda por deuda y deuda por acciones, pueden representar un papel importante en los procesos de reestructuración de pasivos y capitalización de empresas por parte de inversionistas nacionales y extranjeros.

Es importante destacar que estas operaciones, cuando se realizan con empresas públicas o en proceso de desincorporación, llevan implícito un costo financiero y económico para el país, pues afectan de manera significativa las variables internas de la economía a través de impactos monetarios directos o indirectos, ya que el deudor en este caso es el gobierno federal, es por eso que resulta necesario examinar estos de manera detallada.

4.3 Impactos de los swaps en las variables internas de la economía.

Por ser los swaps un medio de canjear pasivos por activos, es importante considerar los efectos potenciales que pueden tener en la

economía, en el caso de que sean utilizados para la compra de empresas públicas, o desarrollo de proyectos en los que el gobierno tenga que aportar recursos frescos a cambio de su propia deuda.

Por tratarse de un prepaño de deuda, el impacto que estos tengan sobre la economía, se va a ver afectado por varios factores como pueden ser los que se mencionan a continuación :

a) *Adicionalidad*.- Es la proporción de dinero fresco que acompaña a la inversión canjeada por deuda, y que va a estar determinada por la apreciación que tenga el inversionista extranjero de México (políticas de repatriación de dividendos, tasa real de retorno del capital, etc.).

Esta adicionalidad es muy importante, pues si esta es cero, los swaps implicarían un subsidio a la inversión, ya que esta se hubiera realizado de todas maneras, ya que no hay recursos frescos.

b) *Absorción*.- Es el segundo gran factor a considerar en el esquema swap. La absorción depende del grado de desarrollo que tengan los mercados internos de capital, pues los bonos gubernamentales emitidos para avalar la inversión canjeada por deuda, deben poder colocarse entre el público inversionista, sin ejercer una gran presión sobre el nivel de las tasas de interés domésticas.

El adecuado balance entre estos dos factores, resultará de una gran importancia, pues si el esquema implementado limita fuertemente los montos a canjear, su efecto será negativo sobre la captación de divisas, dependiendo del grado de adicionalidad que tenga el esquema, ya que si este es alto el dinero fresco que podría entrar al país disminuye con su consecuente efecto sobre la inversión.

En el caso de que el esquema destine grandes montos para su canje por inversión, el gobierno se verá en la necesidad de emitir

una mayor cantidad de bonos gubernamentales de deuda, lo que podría provocar una presión sobre el nivel de las tasas de interés, y por lo tanto en el nivel de gasto público, lo que podría llevar a un relajamiento en la política monetaria y en el control de precios.

Una forma de diferenciar los impactos que los swaps tienen en la economía, es separando los impactos monetarios directos de los indirectos, y de esta forma analizar a fondo sus implicaciones.

Impactos monetarios directos.

El primer paso para determinar los impactos monetarios directos de un esquema swap, es el hacer la distinción entre el canje de deuda pública o privada por acciones.

En el caso de la deuda privada, la capitalización de pasivos no tiene impacto sobre las variables internas de la economía (como se pudo apreciar en el caso de Grupo Alfa), ya que esta no implica ningún desembolso para el gobierno, sino que únicamente altera la estructura de capital de la empresa.

Cuando se trata de deuda pública, la capitalización sí tiene un impacto significativo sobre la economía, pues involucra la participación tanto del Gobierno Federal como del Banco Central como agente regulador de las nuevas emisiones de deuda gubernamental.

A diferencia de la inversión extranjera directa tradicional, los swaps no representan una captación de divisas, sino que más bien son un ahorro en el flujo de divisas hacia el exterior, así como una expansión del crédito doméstico y la deuda interna del gobierno.

Así pues, cuando la inversión extranjera se lleva a cabo vía swaps, la autoridad monetaria tiene que responder de alguna manera para esterilizar este crecimiento en la base monetaria. Entre las opciones con las que cuenta para hacer esto están :

a) Restringir el crecimiento de las reservas, y de esta forma mantener el equilibrio monetario en la cuenta de activos del Banco Central, aunque esta acción tendria repercusiones en el tipo de cambio que deberian ser evaluados a detalle.

b) Contratar nueva deuda, y así asegurar el flujo de recursos frescos del exterior para poder amortizar los pasivos descontados producto de la operación swap.

c) Adoptar medidas monetarias, cambiarias y fiscales para adecuar el nivel de absorción interna de la economía a los flujos de recursos provenientes del canje de deuda por activos reales.

La magnitud de las medidas que se tomen para esterilizar los impactos potenciales de este canje de deuda por acciones, va a depender del grado de adicionalidad del esquema, pues en el caso de que este sea alto los efectos se van a ver magnificados.

Dadas las características de las economías de los países en desarrollo, como México, la medida que pareciera mas adecuada, sería la de contratar nuevos créditos sobre una base preferencial, con el fin de mantener constante el flujo de divisas, complementando esto con un incremento en la capacidad de absorción de la economía, mediante apoyo al desarrollo de los mercados internos de capital, etc., pues el costo de contratar nuevos préstamos para liquidar los swaps es menor al costo de la deuda interna que se tendria que emitir.

Este desarrollo de los mercados internos de capital, va a jugar un papel muy importante dentro de la efectividad de las políticas de esterilización de las autoridades, ya que la emisión de bonos gubernamentales para liquidar la deuda canjeada, implica que el

público inversionista absorba estos bonos, con lo que se reduce la disponibilidad de recursos para el sector privado.

Este tipo de acciones, podría llevar a una astringencia crediticia, absorbiendo la liquidez del mercado y provocando una presión sobre las tasas activas, y por ende las pasivas, de interés.

En el caso de México y Chile, por ejemplo, manteniendo las condiciones actuales de absorción de la economía, Marino y Guzman han encontrado que un canje del 5% del total de la deuda externa de estos países, tendría un impacto de 50.00% en México y de 37.50% en el caso de Chile sobre M2 (Guzman y Marino, 1988).

Impactos monetarios indirectos.

Ademas de los impactos que de manera directa tienen los swaps, sobre los agregados monetarios, existen otros efectos indirectos via balanza de pagos y finanzas públicas.

El impacto via finanzas públicas es de gran importancia en países como México, ya que sus mercados financieros no cuentan con el grado de desarrollo necesario para absorber de manera eficiente la oferta de bonos gubernamentales, ademas de tener una deficiente estructura tributaria que promueve la evasión fiscal, no permitiendole al gobierno el obtener recursos no inflacionarios para financiar su presupuesto.

Lo anterior propicia el hecho de que la política monetaria vaya muy ligada con la fiscal, con lo que el impacto de los swaps sobre las finanzas públicas, va a encontrar eco en la política monetaria.

Los mecanismos a través de los cuales se transmiten las distorsiones de la política fiscal a la monetaria son principalmente :

- a) La internalización del descuento al que se cotiza la deuda en los mercados secundarios, esto es, mientras menor sea el descuento al que

el país emisor recompra su propia deuda, menor será el subsidio que le otorgue al inversionista extranjero y mayor será el descuento que se apropia el gobierno, y viceversa.

b) El costo interno de la deuda pública, que se ve reflejado en las tasas de interes pagado por los bonos gubernamentales, de esta manera si la tasa real de interes doméstica, ajustada por el tipo de cambio es mayor a la tasa real de interes en el exterior, el efecto de los swaps va a ser adverso pues la deuda interna será mas costosa que la externa, y por lo tanto ejercerá presiones sobre el gasto de gobierno y sobre la masa monetaria.

c) Otro mecanismo de transmisión lo constituye la reducción del gasto del sector público al reducir su participación en la economía mediante la desincorporación de empresas públicas y organismos paraestatales, ya que disminuiría la participación de este tipo de empresas dentro del presupuesto, liberando recursos y disminuyendo las necesidades de financiamiento del gobierno, dando mayor libertad de acción a la política monetaria.

Por el lado de la balanza de pagos, el impacto de los swaps, se analizan desde la perspectiva de su impacto en el mercado de divisas y la oferta de estas, pues si los flujo generados por concepto del servicio de la deuda y pagos de principal son superiores a aquellos generados por el pago de dividendos y repatriación de capital, el efecto final será positivo y viceversa.

Por este motivo, es muy importante que el programa de swaps vaya acompañado de un marco regulatorio adecuado sobre las políticas de dividendos que implementen las empresas sujetas de capitalizaciones.

Adicionalmente, se debe considerar el grado de adicionalidad que puede tener el esquema, así como el tipo de proyecto que se desea

financiar, ya que si este es generador de divisas, como los desarrollos turísticos, o con alto índice de exportaciones, el efecto final sobre la oferta de divisas tenderá a ser positivo.

En base a lo anterior, se puede entonces resumir los mecanismos de transmisión vía balanza de pagos, estos se dan a través de la oferta de divisas, que se ve afectada por :

- a) El grado de adicionalidad que tenga el programa de conversión, ya que los efectos sobre la oferta de divisas y el nivel de las reservas internacionales, se verán magnificados en el caso de que este sea muy alto.
- b) La comparación entre el flujo de recursos hacia el exterior como producto del servicio de la deuda y el generado por concepto del pago de dividendos, pues como ya se vio dependerá de cual sea mayor para conocer si el impacto es positivo o negativo.
- c) El impacto sobre la repatriación y fugas de capital, ya que un programa de conversión que cuente con los atractivos suficientes, podría propiciar el retorno de capitales fugados para ser destinados a inversión productiva.

Por otro lado el impacto de los swaps vía finanzas públicas, se dará a través del presupuesto gubernamental, ya que si disminuyen los gastos en sectores no prioritarios y el costo neto de la deuda interna es menor que el de la deuda externa, las necesidades de financiamiento del gobierno disminuirán con su consecuente efecto en el mercado de bonos.

4.4 Perspectivas de los swaps en los 90's

La renegociación de la deuda externa, iniciada en 1989 y concluida en 1990, marcó un cambio importante en el panorama financiero de México.

En primer lugar los logros obtenidos en las negociaciones con la banca acreedora comercial en lo referente a la reducción del principal y/o los intereses, mejoró sustancialmente las expectativas que se tenían sobre los flujos de recursos con el exterior; además, se disminuyeron las presiones que había en el gasto de gobierno.

En segundo lugar, las medidas complementarias que incluyó el paquete financiero, tales como la reapertura del programa de conversión de deuda que había sido suspendido, fueron síntomas favorables de una mayor apertura de la economía, así como una mayor integración con los mercados internacionales, pues los swaps promueven entre otras cosas, una mayor interrelación entre bancos nacionales y extranjeros.

Hasta 1989, el programa de conversión que tenía México, había representado para el gobierno una herramienta para promover la inversión extranjera, así como para orientarla dentro de la economía hacia aquellos sectores generadores de divisas, mediante el sistema de cajones de descuento que se vió en el punto 4.1.

Es a partir de 1990, cuando este enfoque comienza a mostrar signos de cambio, adaptándose un programa de conversión muy similar al utilizado en Chile y a Filipinas, ya que la conversión se hará mediante un mecanismo de subasta y adicionándole a la inversión canjeada una proporción de recursos frescos.

Este mecanismo, permitirá al gobierno optimizar el descuento captado, aunque le restará poder para orientar la inversión dentro de

la economía, pues desaparecerá el sistema de cajones de descuento, limitándose únicamente a señalar aquellos sectores que son susceptibles de recibir inversiones vía swaps.

Aunque todavía no se conocen de manera exacta todos los detalles del nuevo programa, el mecanismo de subasta que se utilizará deberá ser muy similar al que utiliza el gobierno federal para la colocación de sus bonos entre el público inversionista.

Esta mecánica operativa, constaría básicamente de los siguientes pasos :

a) Los inversionistas cuyos proyectos hayan sido aprobados, presentarán al gobierno mexicano una postura que contendrá, entre otras cosas, el monto nominal de deuda que se quiere canjear y el descuento al que están dispuestos a capitalizar esa deuda.

b) Una vez que el gobierno recibió todas las posturas, puede proceder de dos maneras, la primera consiste en que este calcule una tasa ponderada y asigne el monto subastado entre las posturas, comenzando por la que ofrezca un descuento mayor hasta colocar el total del monto subastado. La segunda consistiría en asignar el monto subastado a una tasa única fijada por él mismo, entre los que deseen participar.

c) Ya que se asignó el monto de la subasta, el gobierno procederá a cancelar la deuda canjeada, otorgándoles a los inversionistas bonos gubernamentales de deuda interna que generarían un interés en tanto son utilizados. En este punto surge una duda, pues aún no se sabe si la liquidación de dichos bonos se hará por recompra del propio gobierno como en el programa anterior, o se negociarán en mercado secundario como en el caso de Chile.

d) Finalmente, ya que el inversionista tiene estos bonos, puede proceder a financiar el 50% de su proyecto de inversión, teniendo que financiar el 50% restante con recursos propios, como sucede en el programa de conversión utilizado en Filipinas.

Aunque no se encuentra muy bien definido, este cambio en el enfoque del programa de conversión de México, lleva implícitos una serie de cambios en la economía nacional.

Por un lado, el impacto potencial que pudiese tener este esquema en el mercado de bonos y por ende en la tasa de interés, va a estar determinado por el grado de desarrollo y a la capacidad de absorción que tenga el sistema financiero doméstico, por lo que es importante el consolidarlo y darle un fuerte impulso a su crecimiento.

En este sentido, la desregulación de que ha sido objeto permitiendo una mayor participación de inversionistas extranjeros, así como el lanzamiento de nuevos instrumentos de características diferenciadas en cuanto a rendimiento, plazo, y fines como lo son los Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal (BONDES), Bonos de Desarrollo Industrial (BONDIS), Certificados de Participación Inmobiliaria (CPI's), Bonos Azucareros, etc., reflejan la postura del gobierno de promover el desarrollo de este mercado, acudiendo a financiarse no solo él, sino empresas públicas y organismos paraestatales (Pagaré Pemex, Papel Comercial Pemex).

Por otro lado, se ve la necesidad de implementar un sistema de recaudación fiscal eficiente, que le permita obtener recursos suficientes, tanto de las empresas nacionales como extranjeras, para financiar su gasto corriente, pero sin desalentar la inversión, ni propiciar la evasión fiscal y la fuga de capitales.

Estos dos cambios centrales, son producto de una evolución de la economía nacional, y servirán de base para la implementación de un programa de conversión, que ayude a disminuir aunque de manera marginal el servicio de la deuda, abriendo al mismo tiempo las posibilidades a la inversión tanto nacional como extranjera.

Bajo este contexto las perspectivas de los swaps en la década de los 90's, resultan positivas ya que en la medida que los mercados internos se perfeccionen, su participación en el financiamiento de proyectos de inversión podrá ser mayor.

Esta mayor participación, se verá favorecida principalmente por una mayor capacidad de absorción de la economía originada por el desarrollo de los mercados internos de capital, el incremento en la eficiencia del sistema fiscal, y el aumento en los niveles de ahorro interno; así como por el aumento en las oportunidades de inversión derivadas del proceso de privatización de la economía.

CONCLUSIONES

A lo largo del presente trabajo, se ha hecho un análisis sobre la naturaleza de los swaps, sus implicaciones para los bancos acreedores, y principalmente su viabilidad en países como México, como medida complementaria para reducir el flujo de recursos al exterior.

En México, esta operación se ve orientada en un principio, a promover la inversión extranjera mediante la asignación de un subsidio, con lo que se pretendía hacer mas atractivo el país para el capital proveniente del exterior.

Los resultados de esta primera experiencia en los swaps, no resulto del todo un éxito, ya que si bien se lograron inversiones importantes, la contribución de este instrumento en la solución al problema de la deuda fué marginal.

En base a esto, y a la experiencia observada en otros países como Chile y Filipinas, México hizo un replanteamiento del esquema que iba a implementar, suspendiendo el anterior y dándole reapertura en 1990, aunque bajo otras modalidades.

Con la firma del acuerdo de renegociación de la deuda en 1990, se abrió para México una nueva era de relaciones financieras con los bancos comerciales, bajo los auspicios de un sistema financiero mas dinámico y creativo.

Aunque en el acuerdo de reestructuración, se mencionan algunos aspectos del esquema swap que se piensa emplear en México, sus puntos no son muy claros, aunque si dejan ver el cambio en la actitud del gobierno de nuestro país con respecto a estos mecanismos.

En primer lugar los swaps dejan de convertirse en una herramienta de promoción de la inversión, para convertirse en un medio de

reducción de deuda, así como en un instrumento para incrementar el grado de desarrollo del mercado financiero nacional.

En segundo lugar el destino de los recursos, deja de ser orientado de manera discrecional en los diferentes sectores de la economía por parte del gobierno, para dejar que esta se guie por criterios de rentabilidad.

Cabe esperar que los swaps tendrán un cierto auge en los años venideros. Por un lado existe una clara política de vender empresas públicas e incrementar la participación de la inversión privada en la economía, lo cual hace suponer que el gobierno utilizará estos mecanismos para dichos fines.

Por otro lado, esta venta de empresas, reduciría su déficit así como el servicio de la deuda y se lograría que estas empresas obtuvieran un financiamiento vía instrumentos del mercado de valores de corto y largo plazo, como se ha visto en el caso de algunas empresas públicas como Pemex.

Consecuentemente, será necesario desarrollar los mercados internos de capital, con el objeto de hacerlos más atractivos para los inversionistas extranjeros. Para este efecto, los swaps han demostrado (el caso de Chile es muy claro), ser unos motores de desarrollo muy efectivos de estos mercados.

Finalmente, a medida que los mercados financieros internacionales se vuelvan cada vez más sofisticados, serán mayores las oportunidades que se den para que se incremente el número de inversionistas que participan en este mercado imprimiéndole un mayor dinamismo y especialización.

BIBLIOGRAFIA

- ALIDER, R.Z. (1984) "International Banking : A Survey", Journal of Monetary Economics, October : 509-526.
- BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS (1983) "The International Interbank Market", BIS Economic Paper No.8, July.
- BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS "International Banking and Financial Market Developments", BASLE.
- BLACKWELL, M y NOCERA, S. (1987) "Debt/Equity Swaps", DM/87/3, Washington, D.C., November 12.
- BRIAN, I. y MAGNUS, G.A. (1986) "The International Debt Game", Bellinger Publishing Co., Great Britain.
- BUCHHEIT, L.C. (1986) "Converting Sovereign Debt Into Equity Investment", International Law Review, September : 10-14.
- (1987) "Debt Equity Conversion Programmes From The Debtor Country's Perspective", en Steve M. Rubin (ED) "Guide to Debt Equity Swaps" Special Report No.1104, The Economist Publication, London, September.
- BUTTNER, V. (1985) "The IMF's Adjustment Concept - A Strategy for a Permanent Solution in the Debt Crisis", Intereconomics Vol.20 No.4 :168-173.
- CASAR, M. y ANDERE, E. (1989) "Deuda Externa y Banca Comercial Estadounidense (Marco Regulatorio Contable y Fiscal)", IMEF, Mexico.
- CLINE, W.R. (1983) "International Debt and the Stability of the World Economy", Institute of International Economics, MIT Press.
- (1984) "International Debt : Systemic Risk and Policy Response" Institute of International Economics, MIT Press.
- (1987) "Mobilizing Bank Lending to Debtor Countries", Institute of International Economics, Washington, D.C., June.
- CNIE y SHCP "Manual Operativo para la Capitalización de Pasivos y la Sustitución de Deuda Pública por Inversión", CNIE y SCHP, México, Mayo.
- COHEN, B. (1986) "In Whose Interest?", Yale University Press. p.208.
- CREAMER, J.W. (1987) "Accounting for Debt Equity Conversions", en Steve M. Rubin (ED) "Guide to Debt Equity Swaps" Special Report No.1104, The Economist Publication, London, September.
- DAS, S. (1986) "The Evolution Swap Financing as an Instrument of International Finance", Bulletin of Money, Banking and Finance No.2, Macquarie University : 1-6B.
- DILLON, ET AL (1985) "Recent Developments in External Debt Restructuring", IMF Occasional Paper No.40.

DORNBUSCH, R. (1987) "Our LDC Debts", NBER Working Paper Series No.2138, January.

----- (1987) "Debt Problems and the World Economy", NBER Working Paper Series No.2379, January.

EDMOR, B. (1987) "Next Stop in Debt Crisis - Is Confrontation Inevitable?", The International Economy, Oct/Dec.

EMMINGER, O. (1985) "The International Deb Crisis and the Banks", Intereconomics Vol.20 No.3 :107-113.

FELDSTEIN, M. (1987) "New Directions in Latin American Debt", en Steve M. Rubin (ED) "Guide to Debt Equity Swaps" Special Report No.1104, The Economist Publication, London, September.

FISCHER, S. (1987) "Sharing the Burden of the International Debt Crisis", The American Economic Review, May.

----- (1987) "Resolving the International Debt Crisis", Conference Report on Developing Country Debt.

FISHLAW, A. (1987) "Los Requerimientos de Financiamiento Externo de América Latina", Políticas de Ajuste y Financiamiento de América Latina, SELA.

----- (1986) "External Borrowing and Debt Management", en Dornbusch, R. y Helemers, L. 'The Open Economy', World Bank.

FLANNERY, M.J. (1985) "A Portafolio View of Loan Selection", S.Asplinwell y R.Eisenbeis (eds.), Hand book for Banking Strategy, John Wiley.

GARCES, F. (1987) "Foreign Debt Conversions in Chile" en Steve M. Rubin (ED) "Guide to Debt Equity Swaps" Special Report No.1104, The Economist Publication, London, September.

GUZMAN, J. y MARINO, R. (1987) "Efectos Monetarios de la Conversión de la Deuda en Activos Reales", Mimeo, Agosto.

HAMMOND, G.M.S. (1987) "Recent Developments in Swap Market", Bank of England Quarterly Bulletin, February :66-79.

HELLER, R. (1987) "The debt Crisis and the Future of International Bank Lending", The American Economic Review, May.

IMF (1985) "Foreign and Private Investment in Developing Countries", IMF Research Department, Washington.

IMF (1987) "Implementation of the Debt Strategy - Current Issues", February.

KRUEGER, A. (1987) "Debt Flows and LDC Growth", The American Economic Review, May.

KRUGMAN, P. (1987) "Private Capital Flows to Problems Debtor", NDER Conference Report on Developing Country Debt.

LEWIS, MK. y DAVIS, K.T. (1987) "Domestic and Internatinal Banking", MIT Press.

LOCKHART, D.P. (1987) "Considerations in Debt Equity for Banks as Principal Investors" en Steve M. Rubin (ED) "Guide to Debt Equity Swaps" Special Report No.1104, The Economist Publication, London, September.

MALDONADO, J. (1989) "Nuevas Propuestas de Solución al Problema de la Deuda", DDAI Banco de México, Serie Documentos Doc.29, Marzo.

----- (1988) "Programa de Conje de Deduad por Acciones : las Experiencias Chilenas y Mexicanas" DDAI Banco de México, Serie Documentos Doc.23.

MARIN, R.A. (1987) "Debt Equity Conversions Funds" en Steve M. Rubin (ED) "Guide to Debt Equity Swaps" Special Report No.1104. The Economist Publication, London, September.

MASSAD, C. (1986) "El Alivio del Peso de la Deuda : Experiencia Histórica y Necesidad Presente", Revista de la Cepal, Diciembre 30.

MELTZER, A.H. en "Constructive Approaches to the Foreign Debt Dilemma", Taxpayers Foundation Seminar : 6-11,41-61.

MISTRY, P. (1987) "Third World Debt : Beyon the Baker Plan", The Banker, September.

NEWMAN, J.H. (1987) "Trend in the Market for Developing Country Debt and Debt Equity Conversion" en Steve M. Rubin (ED) "Guide to Debt Equity Swaps" Special Report No.1104, The Economist Publication, London, September.

PHAIR, M.K. (1987) "Debt for Equity : A Portafolio Investment Approach" en Steve M. Rubin (ED) "Guide to Debt Equity Swaps" Special Report No.1104, The Economist Publication, London, September.

PLIONS, D. (1987) "Debt Swaps and Privatisation" en Steve M. Rubin (ED) "Guide to Debt Equity Swaps" Special Report No.1104, The Economist Publication, London, September.

QUALE JR., A.C. (1987) "U.S. Banking Law and Other Considerations Relating to Debt Equity Conversion" en Steve M. Rubin (ED) "Guide to Debt Equity Swaps" Special Report No.1104, The Economist Publication, London, September.

REDHEAD, K. (1986) "Swaps", Conventry Lanchester Polythecnic Staff Discussion Paper No.71, January.

ROBERTS, D.L. y REMOLONA, E.M. (1987) "Debt Swaps : A Technique in Developing Country Finance", Group of Thirty, Moimeo. New York, June.

RODRIGUEZ, M. y RODRIGUEZ, M. (1987) "Desarrollo Económico y Financiamiento Externo en América Latina", Políticas de Ajuste y Financiamiento del Desarrollo de América Latina, SELA.

SACHS, J. (1986) "Managing the LDC Crisis", Brookings Papers on Economic Activity 2 : 397-431.

----- (1987) "A Debt Writedown Would Send Bank Stocks Up", The International Economy, Oct/Dec.

SEGAL, S. (1987) "The Effect of Debt Equity Conversion Programmes on the Economic Restructuring Process" en Steve M. Rubin (ED) "Guide to Debt Equity Swaps" Special Report No.1104, The Economist Publication, London, September.