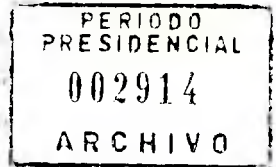


48-1-1



**Renegociación de la Deuda Externa bajo el Gobierno de la Concertación (1990 - 1991). Estrategia Desarrollada y Logros Alcanzados.**

Autor: Eduardo Aninat U.  
Ex Negociador Oficial  
Ministerio de Hacienda  
y Banco Central de Chile

**I. INTRODUCCION**

El propósito de este artículo reside en examinar las condiciones bajo las cuales el gobierno democrático de Patricio Aylwin, que asumió el poder en Marzo de 1990, enfrentó el problema de la renegociación de la deuda externa chilena. Más que entrar a discutir con cifras en detalle los objetivos macroeconómicos que en esa época se plantearon, lo que nos ocupa en este ensayo es analizar las disyuntivas estratégicas centrales que surgieron a principios de 1990 y la ejecución de la estrategia acordada por el equipo oficial de gobierno que coordinó este autor en el tema de deuda y de financiamiento externo. Esta materia se insertó en el contexto del programa macro que dirigiera y liderara el Ministro de Hacienda.

En síntesis, las próximas páginas elaboran sintéticamente sobre la evolución histórica del problema de deuda externa que afligió al país - como al resto de Latino América-. Explican el valor de los stocks de deuda y flujos de pagos comprometidos por el Gobierno precedente con el exterior, al momento de asumir la nueva administración Aylwin. Examinan

los caminos alternativos que entonces se vislumbraban para solucionar los desafíos pendientes, y, describe la estrategia final que se diseñara e implementara con éxito en la renegociación global que culminó en Abril de 1991. El enfoque privilegia los temas financieros de economía internacional más que los aspectos de carácter macro.

## **II. Gravedad del Problema de la Deuda Externa en Chile**

Todavía es fácil recordar el enorme impacto y gravitación que tuvo en frustrar el proceso de desarrollo de un sinnúmero de países de Latino América, de Africa, de Europa Oriental y de Asia, el estallido de la crisis de la deuda externa hacia Agosto de 1982. Precisamente en ese mes México anunció en dramáticos télexs dirigidos a sus bancos acreedores, la suspensión unilateral de sus compromisos de pago de la deuda externa.

El ambiente que se viviera pocas semanas después, en la gran reunión anual del Fondo Monetario Internacional en Toronto, Canadá, con la concurrencia simultánea de países deudores y acreedores, no puede ser calificado de otra manera que de pesimismo generalizado.

De hecho, han transcurrido algo más de 10 años desde el inicio de la crisis señalada, y sólo muy recientemente han logrado acuerdos de renegociación más duraderos los grandes países deudores como son la Argentina (culmina su incorporación al Plan Brady recién en Diciembre 1992) y el Brasil (llegó a acuerdo formal con el Comité de Bancos en 1992 el que aún no se formaliza). Falta por recorrer bastante camino en las trayectorias formales de renegociaciones de países como Ecuador, Perú, y la República Dominicana. Todo ello es un indicador de lo complejo, lo

difícil, y lento de absorber que ha sido el fenómeno de desequilibrio financiero envuelto en el tema de la deuda de países en vías de desarrollo.

En el caso chileno los efectos globales del problema fueron duros, muy significativos y complejos de resolver. Citemos por ejemplo el diagnóstico hecho por un ex Ministro de Hacienda de la época, a quien le tocara justamente las primeras negociaciones celebradas durante los años ochenta: "Sin embargo, a fines del año 1981, la economía chilena mostraba un claro desequilibrio en su cuenta externa. El déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos se aproximaba al 15% del producto bruto, y una política de tipo de cambio fijo con indexación salarial, había generado una pérdida de competitividad a la producción nacional. Este déficit creciente había sido posible financiarlo con importantes aumentos de deuda externa, que a fines de 1982 ascendía a la cifra de 17.200 millones de dólares (20.100 millones de dólares de hoy) dos terceras partes de las cuales eran responsabilidad del sector privado. ...En el segundo semestre de 1982, la economía chilena entró en una grave depresión. El producto, en el período, cayó en aproximadamente un 15% y la tasa de desocupación se elevó a porcentajes cercanos al 20%. Recrudesció la inflación y se experimentó una importante pérdida de reservas internacionales. La debilidad del sistema financiero nacional se fue haciendo cada vez más patente ..."1.

Los impactos de la crisis reseñada se sintieron en todos los sectores productivos de la economía chilena. Puede afirmarse que sólo hacia el año

---

<sup>1</sup>. Carlos Cáceres, "A 10 años de la Crisis de la Deuda Externa", Cámara de Comercio de Santiago, 1992.

1985 el país logró retomar una senda de recuperación productiva parcial, aunque parte de los coletazos del problema incidieron hasta 1990 inclusive.

Tres consecuencias importantes en el proceso de desarrollo de largo plazo del país nos interesa destacar. Primero, la gran incertidumbre que el período de desequilibrios y de ajustes provocó en los agentes que ahorran dentro del país. Segundo, la elevación del riesgo crediticio país, y, sus efectos negativos respecto del proceso de inserción de Chile en la economía internacional. Tercero, la elevación del costo de financiamiento de los proyectos de inversión a mediano y largo plazo en Chile, junto a la limitación en la liquidez y en la disponibilidad de las fuentes de capital correspondientes.

Como veremos más adelante, estos elementos fueron considerados expresamente, entre algunos de los aspectos principales que determinaron la estrategia de renegociación implementada en 1990–1991.

## **II. Evolución Cuantitativa del Problema de la Deuda en Chile.**

En el período 1982–1989 el gobierno del general Pinochet se vio enfrentado a la necesidad de re–estructurar sucesivas veces el perfil de pagos de capital y condiciones de intereses de la deuda externa chilena; aquella que se había englobado en lo que la primera renegociación de 1983 denominara como "paquete financiero con la banca acreedora internacional".

El elemento negativo que tuvo la primera gran renegociación del período aludido fue el otorgamiento del aval del Estado a un volumen de deuda

externa no inferior a los 14000 millones de dólares de la época; lo que contrasta con la situación inmediatamente previa a la crisis donde era el sector privado (como decía la cita reproducida antes) el que había incurrido en la mayor parte del stock de deuda vigente en el país habiéndola contratado sin ningún tipo de aval o garantía del Estado. Es difícil evaluar ex post las consideraciones que tuvo el Gobierno anterior para conceder en la mesa de negociaciones el aval del Tesoro Público al grueso de la deuda externa (la propia y la privada), pero es posible aventurar a la luz de la gravedad de las cifras de coyuntura macro de la época (así como de lo que simultáneamente ocurría con los casos de otros países Latino Americanos deudores), que los márgenes de maniobra del gobierno autoritario de la época no eran en esa fecha holgados. De todas formas esta concesión del aval del Estado fue un elemento negativo que sin duda rigidizó todas la renegociaciones posteriores (incluyendo la del Gobierno de Aylwin). Y que aún hoy tiene consecuencias indirectas complejas, en lo que se refiere al estado de parte de la gran banca nacional, la que presenta una fuerte cartera de créditos aun pendiente de pago al Banco Central de Chile (deuda en moneda nacional, denominada "subordinada").

Mirando el desarrollo del problema con una perspectiva más de largo aliento, debe reconocerse el ingenioso y original manejo que se desarrolló para ir rescatando y canjeando deuda externa por vía de mecanismos de mercado, como fueron las operaciones de swaps y de reconversión, así como de capitalización y de rescate anticipado con descuento (los cash buy backs) que ejecutaron bancos e inversionistas locales y extranjeros bajo la normativa especial, que estableciera el Banco Central de Chile en el período del Ex Ministro Büchi. Durante un período aproximado de 6 años se logró reducir deuda externa por esas múltiples vías, en el orden de 10000 millones de dólares nominales; lo que alivió el carácter dramático

que llegó a tener el problema de deuda externa en sus comienzos.

Debe añadirse además que los diversos mecanismos de utilización y aprovechamiento por los agentes del sector privado de los descuentos del mercado internacional que iban teniendo los pagarés de deuda chilenos, fueron señales bienvenidas por algunos bancos acreedores que los deseaban disminuir y/o reestructurar sus exposures crediticias al país y a la Región Latino Americana. Estableció dicho proceso, por así decirlo, una base de **diálogo de mutua conveniencia** entre acreedores, deudores del país, y potenciales inversores en proyectos nuevos y adquirentes de activos privatizados.

El cuadro 1 que sigue, ilustra en cifras nominales y reales cuál fue en concreto la evolución que tuvo el **stock** de la **deuda externa total**, dadas las múltiples renegociaciones efectuadas, los swaps y conversiones hechos, y la adición de nuevos endeudamientos que el país fue adquiriendo como parte de su proceso de ajuste y recuperación productiva. Debemos aquí aludir expresamente a que si bien el stock de deuda contraído con el club de la banca acreedora comercial, fue gradualmente sufriendo reducciones, al mismo tiempo el sector público fue incrementando significativamente su endeudamiento con los organismos multilaterales, especialmente Banco Mundial, Bid, y FMI. Esto último impidió que los stocks totales de deuda del país se redujeran, en el tiempo, en forma más substantiva.

## DEUDA EXTERNA TOTAL

	DEUDA EXTERNA 1	EXPORTACIONES 2	DEUDA EXTERNA / EXPORTACIONES 3
	NOMINAL (MILL US\$)	NOMINAL (MILL US\$)	(VECES)
1982	17,153	3,706	5.42
1983	17,431	3,831	5.23
1984	18,877	3,651	5.87
1985	19,444	3,804	5.80
1986	19,501	4,191	5.49
1987	19,208	5,224	4.15
1988	17,638	7,052	2.70
1989	16,252	8,080	2.09

1. Considera la deuda de corto, mediano y largo plazo, incluso la que financia el comercio exterior.

### III. El Escenario de la Renegociación Aylwin 1990.

El Gobierno de la Concertación asumió el poder en Marzo de 1990 bajo el contexto de alguna incertidumbre macroeconómica y financiera. Esto era especialmente preocupante y de importancia, para un Gobierno que representaba toda una nueva constelación de partidos políticos, ejerciendo recién el poder después de 17 años de gobierno autoritario, e iniciando una **transición difícil**, en términos de las restricciones institucionales que la Constitución vigente y otros compromisos institucionales heredados, imponían al escenario nacional.

Tres elementos principales apuntaban a una situación inicial de incertidumbre financiera de principios de 1990. El primero era una inflación de tendencia, fuerte y ascendente, del orden de un 30% anualizado, la que había dejado manifestada en sus últimos 12 meses el Gobierno anterior como producto de un manejo descuidado (electoralista) de las variables monetarias y de liquidez de la economía. El segundo era una situación de las finanzas públicas del país que si bien era mucho más ordenada que la de todos los vecinos Latino Americanos (excepción de Colombia), era lo suficientemente apretada como para no hacer compatible los esfuerzos (ineludibles) que el nuevo Gobierno democrático requería enfrentar en las áreas de inversión social (salud, educación, vivienda) y de infraestructura (caminera, urbana, portuaria, etc.) con el logro de un perfil de crecimiento macroeconómico y sano para el país.

El tercero, justamente, aludía a confrontar el financiamiento de déficits en la cuenta corriente de la balanza de pagos de montos que se estimaban muy elevados según las proyecciones que hacía en aquella época el Banco Central de Chile: del orden de 4.5% a 5.0% del Producto Geográfico Bruto,



como valores anuales estimativos, para el trienio 1990–1992.

Lo último era un factor a cuidar, de especial consideración, puesto que el programa de pagos de las deudas de arrastre contraídas con los organismos multilaterales **concentraban notoriamente el perfil de desembolsos a pagar** por Chile; lo hacían justamente durante el primer quinquenio de los años noventa.

Se sabía entonces, por parte de la nueva administración del Estado, lo lento y engorroso que sería llenar el pipeline de nuevos proyectos públicos (rentables y bien diseñados) como para impedir que el flujo financiero con el BID, Banco Mundial y los Eximbanks, se transformara en una **transferencia negativa de recursos financieros** para el país, en el delicado período de transición política que se vivía. Este elemento restrictivo, que otrora había actuado al revés (como un factor de holgura parcial) ciertamente fue uno de los que pesó en las consideraciones estratégicas que se analizaron, al diseñar el menú de renegociación financiera llevado a cabo en 1990–91.

Existió además un elemento cualitativo, que sin poder dimensionarse cuantitativamente, tuvo una **alta ponderación** en nuestra visión de las prioridades de la época. Aludimos acá a elementos constituyentes del factor de **expectativas privadas**, tanto las relevantes para los ahorrantes e inversionistas de origen nacional como para aquellos de origen extranjero. Estos últimos, siendo agentes cada vez más relevantes en el contexto chileno de economía abierta al exterior dependiente de los flujos de inversión productiva atraídos a la minería, la pesca, la actividad forestal, etc.

Era obvio que de haberse desencadenado un proceso lento y conflictivo en el tema de la renegociación de la deuda, con interrupciones y dilaciones y con consiguientes ruidos de carácter macro y financiero (por ejemplo impactando el precio de la divisa en el mercado de dólares paralelo), Chile habría sufrido interrupciones y problemas en su proceso de entrada natural de capitales de inversión extranjera directa. Sobretudo en el contexto de un Gobierno recién asumido, que aún no ganaba la confianza necesaria de parte de los sectores empresariales líderes. Estas convulsiones potenciales habrían generado probablemente alguna fuga de capitales y reducciones fuertes en la tasa de crecimiento nacional.

Por tanto, y si bien no se explicitara en cifras o en plazos precisos, el equipo negociador de la deuda externa sabía que tenía que diseñar un plan que siendo incisivo para cumplir las metas principales requeridas desde un punto de vista macro y financiero, fuese a su vez lo suficientemente **diplomático y eficaz**, como para llegar a **soluciones viables en plazos breves**. El país, en los primeros meses del nuevo Gobierno del Presidente Aylwin, no podía arriesgar a entrar en escenarios conflictivos, engorrosos y ruidosos (inciertos en la calidad de los resultados finales) como los que significaron –por ejemplo– los dilatados ejercicios de Plan Brady aplicados por países como México (que se apoyaba en su gran aliado político, el Gobierno Norteamericano), o por Brasil, el que luego de vaivenes en una renegociación que va a cumplir 3 años aún no termina de formalizar sus acuerdos finales.

Debe señalarse expresamente, en todo caso, que bajo la guía y coordinación del autor de estas líneas, el equipo profesional de negociación de Chile dedicó no menos de 2 meses a evaluar en forma detallada los beneficios y costos precisos que para el caso chileno, (dada la composición

particular y la cuantía de la deuda externa chilena a esa fecha), habría tenido el acogerse a una estrategia de renegociación del tipo Plan Brady (como las de México, Venezuela y Brasil), y que envolviese factores de descuento a deuda externa antigua luego securitizable.<sup>2</sup> Todos los escenarios de evaluación numérica, demostraron prácticamente que el costo-beneficio resultaría negativo para el país, tanto a corto como a largo plazo.

Anecdóticamente además podemos comentar, que el haber realizado dichas evaluaciones (y las consultas exploratorias del caso) ayudaron por partida doble : calmaron por una parte a algunos personeros políticos de partidos de la Concertación que soñaban erradamente con soluciones de deuda "a la Perú" o "a la México" para nuestro caso, y, contribuyeron a movilizar hacia actitudes más positivas y colaborativas a ciertos bancos acreedores (europeos y japoneses) inicialmente endurecidos en sus posiciones respecto a Chile, pero que temían que el país pudiese finalmente optar por una "guerrilla negociadora" (tipo Brazil) y de resultados netos perniciosos para todas las partes...

#### **IV. Los Contratos Renegociados y la Estrategia Empleada.**

De un total de 16500 millones de dólares de la época como valor de la deuda global al asumir el nuevo Gobierno, el denominado "**paquete financiero con la banca comercial acreedora**" representaba 4858 millones de dólares, y sólo ésa era la cifra afecta y susceptible de ser renegociada.

---

<sup>2</sup>. Por securitización se entiende acá, un proceso de transformación de deuda de contratos colectivos hacia pagarés individuales, al portador, fácilmente re-colocables en mercados secundarios y terciarios, bajo factores de descuentos sobre el valor par.

Si acaso el Gobierno de Aylwin hubiere estimado necesario (en la época), acudir también al Club de París para renegociar deudas oficiales de Gobierno a Gobierno, el valor de deuda externa relevante para renegociar habría subido, aunque no demasiado significativamente. Pero era evidente para todos los actores envueltos en el tema que el haber pretendido además renegociar las deudas sujetas al Club de París era inconveniente para un Gobierno nuevo, el que intentaba **re-insertar diplomáticamente** al país en la arena internacional, además de ser ello innecesario desde el punto de vista financiero.

El stock de deuda de mediano y largo plazo envuelto en los 4858 millones de dólares aludidos, cubría a 18 deudores distintos del ámbito nacional. De los cuales 8 pertenecían al sector público propiamente tal, 1 era una empresa de servicio público casi totalmente privatizada a esa fecha (ENDESA), y 9 deudores correspondían a entes financieros pertenecientes al sector privado. Legalmente las obligaciones de pagos se centraban en siete diferentes tipos de contratos colectivos, que concernían a antiguos convenios de re-estructuración de deuda histórica y a convenios de new money (dineros frescos concedidos en el período de ajuste) y al contrato de Co-financiamiento celebrado con garantía del Banco Mundial a la República en carácter ésta de deudor directo.

La composición de los valores totales adeudados se dividía en 87% de responsabilidad del sector público, y, 13% del sector privado avalado por la República de Chile. Entre las instituciones deudoras individuales y de mayor endeudamiento envuelto para estos efectos cabe mencionar el Banco Central de Chile (1926 millones), el Banco del Estado (659), el Tesoro Público (500), la Corporación de Fomento (459), el Banco de

Chile (405), Codelco (261) y Endesa (102).

En pocas palabras, el problema financiero para el Gobierno de Aylwin consistió en esa fecha –según se evaluó a la luz de los datos y estimados de la época– en enfrentar un muy abultado y concentrado perfil de pagos del componente de capital de los contratos aludidos durante el período 1991–1994.

De hecho, de no haberse renegociado con la banca comercial extranjera, el país habría dejado de disponer de recursos financieros escasos, para uso en sus prioridades más importantes, del orden de los 470 millones de dólares anuales para el cuatrienio mencionado. Es decir, un total de 1876 millones de dólares habrían debido desembolsarse al exterior en sólo 4 años, los del Gobierno de Aylwin, sólo por concepto de pago de capital a la banca acreedora extranjera. A lo anterior habría que agregar la carga anual de intereses de esa deuda (la que se mantuvo como desembolso) más la carga de capitales e intereses de la otra considerable parte de la deuda externa privada y pública no afecta a renegociación alguna. Todo ello implicaba un esfuerzo demasiado grande a imponer para el ahorro doméstico a corto plazo. O bien significaba simplemente el recortar fuertemente el perfil de inversiones privadas y públicas que se planeaba (y necesitaba) realizar durante 1991–1994.

En síntesis, uno de los objetivos importantes que fijó el Gobierno en Abril de 1990, fue el de lograr **refinanciar** o **re-estructurar** el perfil de pagos de al menos tres años de amortizaciones de capital para 1991–1992. Con ello se perseguía aliviar las restricciones vigentes al programa macro en la nueva estrategia de Gobierno caracterizada por crecimiento con equidad, dando directamente un respiro de 4 años al esfuerzo financiero de los 18

entes deudores envueltos en el problema. Los hechos posteriores demuestran con las cifras de crecimiento alcanzadas y con la sustancial elevación de la tasa de inversión geográfica obtenida (la que se empinó desde 17 % a 21% del PGB) que la meta trazada –y en parte gracias a la negociación– fue racionalmente diseñada, era viable y fue lograda por el país como conjunto.

Sin embargo, deseamos destacar en esta ocasión, algunos de los otros puntos medulares de la filosofía de los acuerdos alcanzados el 18 de Septiembre de 1990, suplementados luego en Marzo de 1991. Ello debido a que éstos resultan también significativos en sus alcances de largo plazo, y respecto de la reinserción económica y diplomática del Chile nuevo.

También porque revelan de manera gráfica, ciertas **sutilezas** que conllevó el proceso de renegociación con el Club de Bancos.

## **V. Alternativas de Renegociación con la Banca y Diseño de la Estrategia.**

Una vez descartado el camino de renegociación á la Brady, el equipo chileno se abocó a diseñar una estrategia que cumpliera los propósitos siguientes:

- **reprogramar** el grueso de amortizaciones de capital que vencían entre 1991 y 1994.
- intentar una reversión gradual del mecanismo del retiming, el que envuelve una frecuencia anualizada en el pago de intereses.

- **flexibilizar** los límites y restricciones imperantes en los contratos colectivos de deuda (paquetes que atan al conjunto de acreedores bancarios y al conjunto de deudores) con el objeto de poder realizar con mayor libertad operaciones de canje, reconversión, rescate anticipado y otro tipo de swaps especiales.
  
- mantener el stock comprometido por la banca de líneas bancarias de **financiamiento del comercio exterior** chileno, obligando a la banca a no reducir o alterar los pisos de sus "exposures" pre pactados; al mismo tiempo, anunciar formalmente al país (Congreso) y al exterior (organismos acreedores y banca) que el aval históricamente concedido por el Estado para **esas líneas de comercio exterior** se otorgaría por última vez, expirando indeclinablemente en Diciembre de 1991; (lo que en definitiva se cumplió).
  
- lograr captar de la banca un financiamiento moderado y adicional en recursos frescos de mediano plazo, pero obtenidos y negociados esta vez bajo la forma de un Club voluntario.

Los caminos principales que se abrían en el árbol de decisiones para la consecución (de todo o parte) de dichas metas consistieron en los siguientes:

- a) Intentar una **refinanciación voluntaria** enteramente, tanto para reprogramar los pagos de la deuda vieja (stocks) como para allegar los nuevos recursos que se deseaban conseguir; este camino era el que por varios años había usado Colombia con éxito parcial o

relativo;

- b) Ejercer una negociación que buscara una re-estructuración forzosa de los pagos de capital, y, que bajo la fórmula tradicional de aplicar las proporcionalidades de los exposures vigentes por cada banco acreedor del país (computados antes del inicio de la negociación), obligase al universo de estos a colocar una cuota de financiamiento adicional (dinero fresco ) hasta completar con un nuevo crédito **colectivo** el monto de recursos buscado por el país;
- c) Esperar que la economía mundial evolucionara hacia un ciclo macroeconómico más favorable (saliera de la recesión que se iniciaba ya en 1990) y que la salud financiera de los bancos acreedores dominantes se tornase algo más sólida... para recién en esas circunstancias acometer una renegociación más definitiva, realizando en 1990 sólo una reprogramación del flujo de capital a pagar en el año 1991;
- d) Elaborar un **esquema mixto**, de carácter **semi-voluntario**, que **dividiese óptimamente** los **temas de la agenda** con objeto de lograr las metas principales mediante un método menos tradicional, y que ayudara a "señalizar" a los centros financieros del mundo desarrollado el hecho de que Chile aprovechaba la coyuntura para **avanzar** en su **normalización financiera internacional**. Es decir que fuese capaz de generar una apreciación mucho más favorable respecto del "country risk" relevante al país, por las instituciones financieras del mundo desarrollado y para los inversores extranjeros que evaluaban su entrada al país.



Del conjunto de alternativas planteadas las que claramente la mayor parte de la banca acreedora preferían, en ese contexto, eran las alternativas a) y c).

De hecho, aparte de las presiones ejercidas desde dentro y desde afuera del país para no renegociar, las autoridades del caso y el negociador en particular recibieron fuertes "sugerencias" desde personeros del mundo acreedor (de los grandes centros financieros) para optar por una estrategia de refinanciación voluntaria a la Colombiana.<sup>3</sup>

Aún cuando a priori esa alternativa no apetecía, para evaluar objetivamente las cosas se decidió invitar al negociador oficial de Colombia ese año a Chile en viaje privado y reservado para examinar criterios e intercambiar información. Después de cuatro días de trabajo reservado, desarrollado con el presente autor y en las oficinas del Banco Central de Chile, el equipo chileno concluyó que el esquema de refinanciación 100% voluntaria –a la Colombiana– no era adecuado como estrategia para el caso chileno: dadas nuestras propias cifras, nuestra particular composición de bancos acreedores (dispersión), y dado el contexto internacional incierto de 1990 bajo el cual se iniciaba el ejercicio formal de negociación (recesión mundial y conflicto de Kuwait incubándose).

Los hechos posteriores confirmaron nuestra apreciación de entonces; sobretodo a la luz de lo complejo y muy demorado que en definitiva resultara la propia renegociación Colombiana, iniciada casi en similar fecha a la de Chile y culminada muchos meses después (incluyendo hasta un cambio en el equipo negociador de ese país).

---

<sup>3</sup>. Incluso hubo de sortearse diplomática, pero firmemente, una sesgada invitación hecha por cierto organismo multilateral para participar en el ineficaz "Eco Program" aplicado a Hungría y a India.

El equipo chileno optó por tomar en definitiva la alternativa **mixta** que se esbozara en **d)**, dividiendo en dos partes separables lógicamente, el proceso y agenda de renegociación: aquella que concernía a los temas envueltos en la **deuda vieja** o tradicional (la reprogramación et al) y aquella que se abocaba al tema de generar **recursos nuevos** en forma **voluntaria** y no tradicional.

Con la debida preparación del caso, efectuados los ejercicios de presión y posicionamiento antes de las conversaciones, se inició informal y **reservadamente** una ronda parcial de conversaciones individuales con **bancos líderes** y selectos miembros del Comité de 13 Bancos que representaban a toda la banca acreedora de Chile (formada por 615 bancos distintos). Estas conversaciones informales buscaron sondear posiciones y promover nuestras metas genéricas; y permitieron también al país ilustrar a los bancos sobre posibles escenarios alternativos más "duros" a usar por Chile, de una manera informal e indirecta, la que no "enyesó" prematura e inconvenientemente las posiciones definitivas de Chile ante la banca como un todo.

Habiendo obtenido un set relevante de información sobre posiciones y demandas relativas, las que permitieron formarse un cuadro preciso sobre las convergencias y divergencias por grupos y clases de bancos negociadores, el equipo negociador chileno solicitó formalmente iniciar la ronda de negociaciones al Comité Acreedor; lo que partió un Lunes de Septiembre en las oficinas del Manufacturer Hanover Trust en Nueva York, EEUU. Dado el trabajo previo y el buen standing político y macroeconómico del Gobierno de Aylwin, se llegó a un Acuerdo preliminar (Term Sheet) en el **tiempo record** de 5 días plazo, y así el día 19 de

Septiembre a las 5 p.m. el Negociador y el Comité Acreedor anunciaban a la prensa internacional los términos del acuerdo borrador alcanzado.

Dicho acuerdo (Term Sheet) acotaba y contenía los puntos centrales de los temas de reprogramación de pagos, de retiming de intereses, de liberalización de los contratos legales, y de renovación de las líneas de crédito comercial del país, y enunciaba de modo todavía general el compromiso de un **club** parcial y **voluntario** de **bancos** para **suscribir eurobonos** a favor de Chile por un monto global de **320 millones de dólares**, divididos en **dos series**.

En el último tópico mencionado quedó firmemente establecido por parte de Chile, ya en esa fecha, el conjunto de condiciones financieras (plazo, denominación, tasas, spreads, etc.) que regirían para esta primera y **novedosa emisión** de eurobonos lanzada al **mercado voluntario** por la República de Chile.

Faltaba aun por desarrollar y convenir el complejo lenguaje de detalle de cada convenio de reprogramación; la ratificación por todos los acreedores y por todos los entes deudores específicos de lo obrado en la negociación global; e iniciar el trabajo de promoción internacional específica de cada serie de bonos para colocarlos en bancos internacionales de primera línea que aceptasen sus términos.

## **VI. Conformación del Club de Eurobonos para Chile y significado de Largo Plazo de la Negociación descrita.**

En el período comprendido entre fines de Septiembre 1990 y fines de

Enero de 1991 (un lapso de sólo 4 meses), se concretó una **acción internacional conjunta** entre el equipo negociador de Chile y el Comité de 13 Bancos que había representado a la parte acreedora, cuyo objetivo concreto fue el de lograr que las dos series de Eurobonos emitidas por el Gobierno de Chile (suscritas por la Tesorería General de la República) tuvieran una suscripción adecuada por un grupo amplio de bancos internacionales de primera clase.

Se realizó un esfuerzo de **promoción y difusión** de estos instrumentos nuevos de deuda externa en los EE.UU., Canadá, Europa y Japón. A este respecto, el trabajo fue coordinado enteramente por el equipo negociador de Chile, desde las oficinas del Banco Central, el Ministerio de Hacienda y la Tesorería General de la República. Se contrató los servicios del Banco Manufacturers Hanover Trust (hoy Chemical Bank) como agente de la emisión, y se usaron los servicios de un banco belga para registrar, cotizar y hacer el clearing de los cupones de intereses y de capital del desarrollo en el tiempo de los bonos, según las normas imperantes en **Euroclear** y **Cedel** los dos entes reguladores europeos.

La colocación de la primera emisión de bonos por US\$ 120 millones de dólares fue **suscrita muy rápidamente**, estando la lista de bancos adquirentes prácticamente llena, a Diciembre de 1991. La segunda serie de emisión por US\$ 200 millones de dólares, fue a su vez totalmente colocada el 31 de Enero de 1991.

Es importante destacar el **éxito y rapidez** de esta colocación, puesto que se trata sin lugar a dudas de la **primera colocación** hecha por país Latinoamericano alguno, en el **mercado voluntario** de Eurobonos (o sea

por fuera y aparte de las colocaciones "forzadas" de los planes Brady) en condiciones de spreads, plazo de gracia, plazos totales y garantías, extremadamente convenientes para el Estado de Chile.

Se pactaron plazos de gracia de 2 años en cada serie, intereses de frecuencia semestral, y plazos totales que envolvían 5 años. Es decir, instrumentos competitivos a plazos medianos, **perfectamente servibles** por la República de Chile. El spread bruto aplicado a la tasa de interés LIBOR que se pactó, ascendió a 1,5 puntos porcentuales anuales: dicho spread consistió en 1991, en el **más bajo** observado para cualquier instrumento –de similar corte y plazo – proveniente de países en vías de desarrollo. Los bonos no tuvieron colateral especial, de ninguna clase.

El bajo costo de capital relativo aplicado a estos bonos, significó institucionalizar ya desde comienzos de 1991 una señal muy favorable y positiva en relación al **status financiero** del **país** en la arena internacional. Con toda propiedad se puede afirmar que ese ejercicio fue un claro precursor –determinante parcial favorable– del grado de "Investment Grade" con nota triple B que concediera en 1992 a Chile la prestigiosa agencia clasificadora de riesgo soberano "Standard & Poor" con sede en Nueva York.

En el anexo a este documento se enumera el club de bancos que voluntariamente suscribiera estas dos emisiones comentadas. Se destacan el hecho de contar con bancos canadienses, franceses, ingleses, japoneses, holandeses, alemanes y españoles, aparte de los tradicionales bancos norteamericanos de gran tamaño. Ello establece una **diversificación regional** apreciable, y una presencia chilena nueva dentro

de un conjunto relevante de bancos amigos del país, **elemento estratégico aprovechable** en coyunturas financieras futuras.

Otra observación satisfactoria para este recuento sobre el proceso de regreso de Chile a los mercados internacionales voluntarios de créditos, se refiere al elevado precio de cotización que han estado manteniendo estos bonos chilenos entre Abril de 1991 (fecha de su documentación original) y Febrero de 1993. En efecto, a pesar de que casi sin excepciones todos los instrumentos de deuda provenientes de Latino América se han estado transando con fuertes descuentos respecto de sus valores par (reflejando la mayor estrechez en la demanda internacional por estos papeles), en el caso de los Eurobonos de Chile la gran mayoría de los tenedores originales ha optado por retenerlos y mantenerlos en sus carteras (o portafolios), y las escasísimas transacciones de mercado que se han verificado, se han hecho a precios de oferta no inferiores al **99% de su valor par**. Dicho valor es superior incluso a las mejores expectativas que se hicieran internamente, los técnicos del equipo negociador chileno en el año 1990.

## **VI. Síntesis**

El conjunto de factores descrito, nos conduce a agregar una reflexión final sobre los alcances de la Re-negociación 1990-1991 para las opciones financieras a largo plazo que hoy puede disponer, al fin, el país.

Primero, Chile **no ha hipotecado** ninguna de las grandes alternativas abiertas para renegociar su stock de deuda comercial vieja o tradicional, a diferencia de los países Latinoamericanos que la canjearon por bonos securitizables en el proceso de acogerse al Plan Brady, y, que ya nunca

más podrán sentarse a la mesa de negociaciones con la banca acreedora respecto de la gran deuda, (la histórica).

Segundo, Chile estaría en condiciones de cubrir holgadamente el pago de las amortizaciones de capital (estirado el calendario de pagos a plazos de 8 a 10 años después de la renegociación), así como su carga de intereses anuales, bajo escenarios razonables de comercio mundial, de crecimiento mundial y de niveles en las tasas base de interés (Libor). Por ende, no se espera que Chile llegara a plantear al Comité Acreedor de bancos (aún vigente) alguna nueva renegociación global, sea en el futuro inmediato o en el mediato.

Tercero, sería ahora enteramente factible que si el país lo requiriese (eventualmente) y las autoridades económicas lo planeasen como algo adecuado, se pudiera cubrir el servicio de todo o parte de las amortizaciones de capital pendientes para la vieja deuda externa – (y/o para la más reciente, como ser los bonos de 1990 y 1991) – por medio de **nuevas colocaciones de Eurobonos** (y de otros instrumentos similares) dirigidos a bancos internacionales, a compañías de seguros, a fondos de pensión extranjeros, etc.

Existe ya **una experiencia concreta y exitosa**, que **abrió las puertas** para que la refinanciación por el mercado libre y voluntario, pueda ser una vía factible, segura y expedita para la República de Chile y sus empresas, para el Banco Central y para los deudores del sector privado chileno.

Cuarto y más importante, creemos que con la normalización institucional, política y económica que ha tenido el país entre 1990 y 1992, y con los excelentes resultados macroeconómicos previsibles para el resto de la

década del noventa, el problema de la deuda externa ya será sólo un tema de interés de los historiadores económicos.

En efecto, los indicadores recientes muestran una evolución más que favorable en este tópico: por ejemplo, el ratio de su deuda externa total a las exportaciones anuales ha descendido en 1992 a sólo **1,8 veces** (fue de 5,4 veces en 1982); el stock total de la deuda deducidas las reservas internacionales del Banco Central, es hoy **inferior** al valor de un año de exportaciones de Chile; y la deuda de mediano y largo plazo (concepto más relevante) ha pasado a ser hoy en día sólo el 45% del nivel presente del Producto Geográfico Bruto de Chile.

Citando las palabras recientes del Ministro de Hacienda al ser interrogado periódicamente por el tópico de la deuda externa, éste declaró:

"...En dos años se podría pagar la deuda externa con el flujo de las exportaciones".<sup>4</sup>

En resumen, creemos que existen fundamentos para pensar que en este complejo tema, el país ya estaría prácticamente en condiciones de afirmar "misión cumplida".

---

<sup>4</sup>. Jorge Rodríguez G. Subsecretario de Hacienda y Ministro subrogante a esa fecha, en declaraciones de prensa el 9 de Febrero de 1993.



## A N E X O

**Suscripción de Eurobonos para las Series A y B de emisión República de Chile/1 : Bancos partícipes y montos suscritos en cada emisión.**

<b>BANCO</b>	<b>BONOS SERIE A</b> (vencen en 1996)	<b>BONOS SERIE B</b> (vencen en 1997)
	(millones de US\$)	
1. BANCO EXTERIOR DE ESPAÑA (ESPAÑA)	6,00	4,0
2. MANUFACTURERS HANOVER TRUST (USA)	12,50	12,50
3. BANCO SANTANDER (ESPAÑA)	6,00	4,0
4. BANK OF AMERICA (USA)	12,50	7,50
5. BANK OF NOVA SCOTIA (CANADA)	12,50	7,50
6. BANK OF TOKYO (JAPON)	9,25	5,75
7. BANKERS TRUST (USA)	6,25	3,75
8. CHEMICAL BANK (USA)	10,50	9,50
9. CHASE MANHATTAN BANK (USA)	12,50	7,50

10. CONTINENTAL ILLINOIS BANK (USA)	6,25	3,75
11. CITIBANK (USA)	12,50	12,50
12. CREDIT LYONNAIS (FRANCIA)	6,25	3,75
13. CREDIT SUISSE (SUIZA)	10,0	----
14. DRESDNER BANK (ALEMANIA)	25,00	----
15. LLOYDS BANK (INGLATERRA)	----	20,00
16. MIDLAND BANK (INGLATERRA)	11,25	3,75
17. MORGAN GUARANTY TRUST (USA)	12,50	7,50
18. NMB BANK (HOLANDA)	12,00	3,00
19. REPUBLIC NATIONAL BANK (USA)	10,00	----
20. TOKAI BANK (JAPON)	6,25	3,75
<hr/>		
<b>VALORES TOTALES SUSCRITOS POR SERIE</b>	<b>US\$ 200</b>	<b>US\$120</b>

1./ Detalles del **Contrato de Suscripción de Bonos** formalizado y firmado el 23 de Enero de 1991 por Chile y los bancos suscriptores en Londres, Inglaterra.

*Sr. Presidente*

**ANINAT, MENDEZ  
Y ASOCIADOS**  
economistas consultores

*Muy Atentamente,*

**EDUARDO ANINAT U.**  
SOCIO PRINCIPAL

*Eduardo  
Aninat*

*9 Mayo 1993*

**ROGER DE FLOR 2736  
TELS: 2318205 - 2324378  
FAX (562) 2327460  
SANTIAGO DE CHILE**