

Los instrumentos para la gestión activa de la deuda externa utilizados por España

LEONARDO CAZORLA PAPIS*
MANUEL LÓPEZ GODOY*

La deuda externa constituye, en la actualidad, uno de los principales obstáculos que limitan el crecimiento económico y el «desarrollo sostenido» de los países endeudados. Igualmente, la creciente preocupación de la sociedad por aspectos relacionados con la pobreza, el desarrollo humano, y la protección del medio ambiente, ha forzado la búsqueda de soluciones efectivas y definitivas al problema del endeudamiento. Así, en el ámbito de lo que se denomina gestión activa de la deuda externa, se ha desarrollado un conjunto de instrumentos que permiten convertir la carga financiera de la misma en recursos para el desarrollo económico y social de los países endeudados. Estrategias que cumplen por tanto con un doble objetivo, esto es: de un lado, reducir el nivel de endeudamiento de los países deudores; y de otro lado, liberar fondos para su inversión en proyectos empresariales, de desarrollo humano o de protección del medio ambiente. Estos instrumentos financieros se basan en el mecanismo financiero de la «permuta» o «conversión de deuda externa», dando lugar a distintas estrategias entre las que podemos destacar: la conversión de deuda por capital —swap deuda-capital—; la conversión de deuda por programas sociales —swap deuda-desarrollo—; y la conversión de deuda por proyectos medioambientales —swap deuda-naturaleza—. El trabajo que presentamos tienen un doble objetivo. En primer lugar, hacer un análisis de este tipo de operaciones de su naturaleza, funcionamiento, así como de sus ventajas e inconvenientes. En segundo lugar, analizar las recientes iniciativas que en este sentido han sido puestas en marcha por la Administración española.

Palabras clave: deuda externa, sistema financiero internacional, reducción de la deuda, política de desarrollo, swap deuda-desarrollo, swap deuda-educación, swap deuda-naturaleza, financiación del desarrollo.

Clasificación JEL: F34.

1. Introducción

La deuda externa constituye uno de los principales obstáculos que limitan el crecimiento eco-

nómico y el «desarrollo sostenido» para muchos de los países en desarrollo —en adelante PED—. Al margen de sus implicaciones económico-financieras, la deuda externa tiene efectos muy negativos sobre la población y el medio ambiente de los países endeudados. Por un lado, éstos se ven obligados a destinar una parte importante de

* Departamento de Dirección y Gestión de Empresas. Universidad de Almería.



COLABORACIONES

sus recursos al pago del servicio de la deuda, limitando la inversión pública en programas de acción social —sanidad, educación, etcétera—, e infraestructuras básicas, quedando así amplias capas de su población sumidas en mayores niveles de pobreza. De otro lado, en las últimas décadas ha aumentado la preocupación sobre las consecuencias ecológicas y medioambientales que supone la sobre-explotación de los recursos naturales de los PED para hacer frente al pago de la deuda externa. Todas estas circunstancias lleva a los países endeudados hacia una «*espiral de subdesarrollo*» que en la mayoría de los casos resulta irreversible.

A lo largo de los años 80 y comienzo de los 90, los mecanismos puestos en marcha para hacer frente al problema de la deuda externa —procesos de ajuste y refinanciación en el marco del «Club de París»; y, a otras iniciativas basadas en el mercado financiero dentro del «*Plan Baker*» o el «*Plan Brady*»—, han permitido solucionar la crisis del sistema financiero internacional y equilibrar las balanzas de pago de algunos de los países deudores. Sin embargo, en realidad, no han supuesto una solución definitiva del problema, agravándose en muchos casos los problemas que sufre la población de muchos de los PED. El total de la deuda externa lejos de reducirse se ha incrementando de forma sustancial. Además, geográficamente, se ha producido un desplazamiento del problema, afectando en la actualidad a las zonas más pobres del planeta. En 1996, el Banco Mundial —BM— y el Fondo Monetario Internacional —FMI—, pusieron en marcha la denominada «*Iniciativa para los países pobres altamente endeudados*» —en adelante «*Iniciativa PPAE*»—. Esta iniciativa ha constituido una importante apuesta, a escala internacional, para alcanzar una solución definitiva del problema del endeudamiento externo de aquellos países que presentan mayores niveles de pobreza. Los países acreedores reconocían la necesidad de fijar un límite sostenible de la deuda, estableciendo un método amplio e integrado que abarcara a todos los tipos de deuda y acreedores con el objetivo de conseguir una reducción efectiva

de misma. Sin embargo, las consecuencias sociales de la deuda externa siguen relegadas a un segundo plano. Por todo ello, se requiere una acción más coordinada en el plano internacional, que sea capaz de vincular la reducción de deuda con iniciativas que tengan como objetivo prioritario el crecimiento económico, el desarrollo social, y la protección del medio ambiente de los países deudores.

En los últimos años se ha puesto de manifiesto, además, una creciente preocupación de la sociedad por aspectos relacionados con la protección del medio ambiente y el desarrollo humano —educación, sanidad, pobreza, etcétera—. Así pues, los aspectos éticos y ambientales cobran cada día mayor importancia en el contexto de la economía general, y en particular, en el mundo de los negocios empresariales. Las decisiones financieras (1) son así adoptadas de acuerdo con una actitud socialmente responsable en relación con las personas y el medio ambiente. En el ámbito concreto del problema de la deuda externa, en lo que se ha venido a denominar *gestión activa de deuda*, se han desarrollado instrumentos financieros que pretenden dar una solución integral del problema, vinculando la reducción de la deuda a iniciativas que permitan el crecimiento económico y el desarrollo sostenido de los países endeudados. Nos referimos a las operaciones de *conversión o permuta de deuda*.

El trabajo que presentamos persigue un doble objetivo. En primer lugar, analizaremos la naturaleza, funcionamiento, ventajas e inconvenientes que presentan las operaciones de conversión. En segundo lugar, examinaremos las recientes iniciativas que en este sentido han sido puestas en marcha por la Administración española. Para alcanzar nuestro objetivo el trabajo se desarrolla en cuatro partes diferenciadas. Tras esta breve introducción, la segunda parte será dedicada al estudio de operaciones de permuta financiera, esto es, su natura-

(1) Las finanzas han tenido que dar respuesta al reto que supone la aparición de nuevas necesidades y oportunidades de negocio, de tal forma que en los últimos tiempo es posible observar el nacimiento de nuevos productos e instrumentos financieros de contenido ético o medioambiental —fondos de inversión éticos; productos financieros «verdes», *ecofondos*, etcétera—, que configuran lo que se ha venido a llamar «*finanzas para el desarrollo*».



COLABORACIONES

leza, tipología, ventajas e inconvenientes. La tercera, está dedicada al análisis de la posición de España ante el endeudamiento externo. Tras efectuar un breve análisis de la posición acreedora española, examinaremos las iniciativas puestas en marcha por el Gobierno español en el marco de una nueva política de gestión activa de la deuda. En concreto, centraremos la atención en las siguientes operaciones: la conversión de deuda de Marruecos por inversiones privadas; la conversión de deuda de Costa Rica por proyectos medioambientales; y la conversión de deuda de Mozambique por proyectos en educación. Debemos de indicar que en esta parte los datos han sido obtenidos a través de entrevistas personales realizadas con responsables de la Administraciones de cada uno de los países implicados. Por último, se exponen las principales conclusiones del trabajo desarrollado.

2. Los instrumentos de conversión de deuda

2.1. Introducción

Desde el año 1982, países acreedores y deudores, bancos y organizaciones multilaterales, han venido diseñando un conjunto de mecanismos e instrumentos financieros, con el objeto de paliar los efectos del excesivo endeudamiento e incapacidad de pago de los países deudores. Inicialmente, existía el convencimiento de que la crisis de la deuda se trataba de un problema de liquidez a corto plazo y no de solvencia de los países (Cline, 1984). Así, frente a la incapacidad de muchos de los países deudores para hacer frente a sus compromisos de pago, se pusieron en marcha mecanismos de *renegociación* y *refinanciación*. Estos mecanismos se basaron, de un lado, en la reestructuración de los pagos del servicio total de la deuda, y de otro lado, en la concesión de nuevos préstamos en condiciones de mercado —*new money*—. Estas *renegociaciones* se desarrollaban en dos ámbitos diferentes: de un lado, la referida a *deuda oficial* (2); y de otro lado, la relativa a la

(2) Es posible distinguir dos tipos de operaciones. De un lado, la deuda concesional, esto es, aquella cuyo origen se encuentra en

deuda comercial privada. En el primer caso, las negociaciones se realizaban bajo el auspicio del «*Club de Paris*», para lo que era necesario la puesta en marcha por parte de país deudor de *Políticas de Ajuste Económico* programadas a instancias del FMI. Por su parte, las condiciones para las deudas comerciales privadas eran negociadas en el contexto del *Club de Londres*. Estas políticas basadas en el reajuste de los pagos y la concesión de nuevos préstamos, permitieron a los grandes bancos acreedores ganar tiempo y eludir el peligro de quiebra, si bien para los países deudores significó un agravamiento de sus desequilibrios económicos y sociales, y un incremento del nivel de endeudamiento a mayores costes financieros (3).

El fracaso de los mecanismos establecidos inicialmente para solucionar el problema de la deuda, llevó al planteamiento de nuevas iniciativas que implicase un alivio real del problema. En septiembre de 1985, en el marco de las reuniones conjuntas del FMI y del BM se presentó el «*Plan Baker I*». Dicho programa planteaba como solución lo que se denominó «*ajuste estructural con crecimiento*» (Devlin y Ffench-Davis, 1994). De acuerdo al programa, se consideraba que el crecimiento económico de los países deudores, constituía la premisa necesaria para incrementar su capacidad de pago. Además, se instaba a los bancos, países acreedores y organismos multilaterales, a asumir mayores niveles de compromiso mediante la concesión de nuevos préstamos con objeto de mejorar la liquidez de los países deudores (4). Los mecanismos

los créditos a la exportación concesionales, que recibe un tratamiento más favorable. De otro lado, la deuda comercial proveniente de las operaciones de cobertura de riesgo por parte de las aseguradoras públicas —también se incluyen otras operaciones comerciales de escasa relevancia cuantitativa—, que reciben un coste más severo.

(3) La posición de fuerza de los principales acreedores, unido a una débil capacidad negociadora de los deudores, supuso el encarecimiento de las operaciones de refinanciación. La dureza de las condiciones establecidas están directamente relacionadas con la gravedad del problema. En principio, de acuerdo a la más estricta ortodoxia financiera, las condiciones de pago y refinanciación son las más duras —cobro de comisiones y tipos de interés más altos de acuerdo al elevado riesgo de la operación—. Salvado el peligro inicial de quiebra, los bancos acreedores han establecido condiciones menos gravosas en las sucesivas rondas de negociación.

(4) Se asumía el «círculo vicioso» según el cual sin crecimiento se ponía en peligro el cumplimiento de los compromisos de



COLABORACIONES

financieros fijados a partir del año 1985 eran similares a los aplicados anteriormente, esto es, la renegociación de las deudas vencidas en condiciones de mercado con la aportación de nuevos fondos. Sin embargo, la demora en la puesta en marcha de estos instrumentos, junto con el retraso y la escasez de fondos aportados por acreedores y organismos multilaterales, llevó al fracaso de la iniciativa.

Dos años más tarde —septiembre de 1987—, ante la ausencia de nuevas propuestas, se presentó una versión modificada del programa anterior, el que se ha venido a denominar «*Plan Baker II*». El citado plan supuso un salto importante en el tratamiento del problema de la deuda externa. Junto a los instrumentos tradicionales —ajuste y renegociación—, se establecieron mecanismos de reducción basados en el mercado (Devlin y Ffrench-Davis, 1994). Se contemplaba así, por primera vez, la posibilidad de efectuar, entre otras, operaciones de permuta o conversión —intercambios de deuda por activos, esto es, *swap deuda-capital* o *debt-equity swap*—, recompra de títulos de deuda con descuento —*debt-buybacks*—, así como la emisión de bonos de salida por debajo del tipo de interés de mercado —*exit-bonds*—. Por otra parte, los acreedores reconocían por primera vez que la deuda bancaria era, al menos en parte, imposible de reembolsar por su valor nominal (se excluye la deuda oficial).

Ante los escasos resultados logrados, en 1989 aparece una nueva propuesta, el «*Plan Brady*». En principio, parecía tratarse de una versión corregida del programa anterior, si bien, supuso un importante avance en el proceso de resolución del problema de la deuda externa (Devlin y Ffrench-Davis, 1994). El nuevo plan daba prioridad a aquellas operaciones de reducción de deuda basadas en el mercado que habían sido ya introducidas en el «*Plan Baker II*». Además, incluía otros instrumentos más novedosos como los denominados *Bonos Brady*. El citado plan suponía un esquema para la refinanciación y reducción tanto de la deuda como de su servi-

cio, dirigido a países de renta media altamente endeudados con la banca internacional. Básicamente, consistía en la conversión de la deuda externa bancaria —no asegurada— en nuevos bonos, en los que se incluían el principal y como novedad, los intereses vencidos. Adicionalmente, otra característica propia de dichos bonos era su elevado grado de solvencia, al contar con la garantía y respaldo del Tesoro norteamericano (Manzanares, 1997) (5). Además, como principal novedad, el plan ofrecía el apoyo financiero directo del sector público internacional —fundamentalmente FMI y BM—. Con todo, los resultados obtenidos han sido menores de los previstos inicialmente, motivado por el escaso respaldo financiero público y privado.

Por otra parte, la evolución de la crisis de la deuda exterior, ha supuesto también la evolución en el tratamiento otorgado en el seno del «*Club de París*». Así, desde el planteamiento inicial, se han sucedido en el tiempo nuevos esquemas de funcionamiento —«*Tratamiento Toronto*» (junio 1988), el «*Tratamiento Houston*» (septiembre 1990), el «*Tratamiento Trinidad o Londres*» (1991), el «*Tratamiento Nápoles*», y por último, el «*Tratamiento Lyon*» (1996)— que introducen posibilidades de condonación (6), reducción y conversión de deuda

(5) La mayoría de los Bonos Brady tienen un plazo de amortización de 30 años, y cuentan con una garantía para el principal, constituida por los Bonos T-30 del Tesoro americano, con idéntico plazo de amortización y vencimiento único como los bonos de conversión —también se suelen garantizar 12 meses de intereses—. El lanzamiento de los Bonos Brady con respaldo norteamericano ha supuesto un fuerte impulso a la titulación de la deuda, dando al mercado secundario de deuda externa de los PED una fuerte liquidez y un elevado volumen de negociación. El crecimiento de la deuda «titulizada» en bonos ha absorbido progresivamente buena parte de la deuda bancaria. Así, en relación a la deuda comercial a largo plazo, el ratio deuda bancaria sobre deuda en bonos ha pasado de 4 a 1 en 1990 a 1,5 a 1 en 1995 [Atienza Azcona, 1998; página 50].

(6) La condonación o reducción de la deuda es una decisión política de los países acreedores, si bien existen limitaciones que los países miembros del «Club de París» y del «Club de Londres» se han impuesto. Entre los acuerdos destaca la existencia de libertad para los Países miembros para condonar o disminuir la «deuda concesional», en cambio la «deuda comercial» tiene un tratamiento económico y financiero más riguroso. En las últimas resoluciones del «Club de París» se recoge la posibilidad de condonar libremente la «deuda comercial» por parte de los países acreedores hasta un límite del 20 por 100 o 30 millones de Derechos Especiales de Giro (DEG).

pago de los países deudores, y sin la aportación de nuevos recursos era difícil alcanzar las cotas de crecimiento deseables y necesarias [Arahuetes y Argüelles, 1993].



COLABORACIONES

para aquellos países endeudados con mayor niveles de pobreza y endeudamiento (7). A dichas propuestas hay que añadir, recientemente, la «Iniciativa para Países Pobres Altamente Endeudados» —en adelante *Iniciativa PPAE en términos anglosajón «HIPC Initiative»*—, acordada en septiembre de 1996 en la reunión anual del FMI y del BM. La iniciativa constituía un adelanto importante, a escala internacional, por resolver de forma definitiva el problema de la deuda externa. Los acreedores reconocían así la necesidad de reducir a un «nivel sostenible» la deuda externa de los países más pobres y endeudados. Dicho nivel se establece de acuerdo con los criterios fijados por ambas organizaciones multilaterales en función a dos ratios: 1) el valor actual neto del ratio volumen de deuda sobre exportaciones —que debe alcanzar un valor comprendido entre 200 y 250 por 100 o inferior—; y 2) el valor actual neto del ratio servicio total de la deuda sobre exportaciones —que deberá alcanzar valores comprendidos entre el 20 y el 25 por 100—. La iniciativa se desarrolla en dos etapas, a través de las cuales los países elegidos, están obligados a: i) formular y ejecutar programas de ajuste económico acordados con el FMI, y ii) estar al corriente en el pago del servicio de la deuda. Finalmente, los países deudores pueden beneficiarse de una reducción de la deuda de hasta el 80 por 100 para el caso de la deuda comercial y bilateral —de manera residual se contemplan reducciones de la deuda multilateral—.

Sin embargo, tras tres años de lentos progresos, el optimismo despertado inicialmente por dicha iniciativa se ha transformado por desilusión (8). Se requiere pues una acción acelerada que permita vincular la iniciativa de mitigación de la deuda con iniciativas de prioridad social a fin de convertir la carga de la deuda en finanzas

(7) La mayor parte de decisiones tomadas al respecto han sido planteadas en primer lugar en las reuniones del Grupo de los siete países más ricos —G-7 en la actualidad y tras la incorporación de Rusia se le denomina el G-8—, para luego ser aprobadas por los miembros del «Club de París». Ello es indicio del gran peso que el G-8 tiene en la actualidad en el tratamiento del problema de la deuda externa.

(8) Sobre los aspectos negativos de la iniciativa véase ATIENZA AZCONA (1998).

para el desarrollo humano y reducción de la pobreza (Oxfm International, 1997) (9).

2.2. Los programas de conversión de deuda externa

Como hemos señalado anteriormente, desde el estallido de la crisis de pagos de la deuda, se han diseñado distintos procedimientos y mecanismos en un intento de paliar los efectos del problema tanto para acreedores como para deudores. En este sentido, las operaciones más importantes han sido: 1) la reestructuración y refinanciación de los pagos; 2) la venta de la deuda —directamente o a través del mercado secundario— a terceros o al propio país deudor —recompra—; 3) la condonación; y 4) la conversión, tanto «pura» como «mixta». En el Cuadro 1 se analizan estos mecanismos en función de dos variables: 1) si la operación en cuestión implica una reducción efectiva de nivel de endeudamiento; y 2) si la misma conlleva la *gestión activa de la deuda* por parte del acreedor. Entendemos por *gestión activa de deuda* aquellas política que, al margen de consideraciones estrictamente financieras, tiene en cuenta otro tipo de variables. Se trata así de vincular la reducción y conversión de la deuda con iniciativas que den prioridad al desarrollo económico y sostenido de los países deudores. Por otra parte, se trata de políticas que implican en la solución del problema, además del acreedor, a otro tipo de agentes como: empresas, ONGs, y administraciones locales del país deudor.

En este trabajo centraremos nuestra atención en los mecanismos de *gestión activa de deuda*, esto es, en las operaciones de conversión tanto «puras» como «mixtas». Las conversiones «puras» son aquellas en las que se permuta o canjea deuda por otra clase de activo —tangibles o intangibles—. Por su parte, en las conversiones

(9) Recientemente —junio de 1999— el G-8 acordaba condonar 65.000 millones de dólares —unos 10,4 billones de pesetas— de deuda de los países más pobres, creando a tal fin, un fondo fiduciario denominado «Fondo del Milenio», al que contribuirán también las organizaciones multilaterales como el FMI.



COLABORACIONES

CUADRO 1 NATURALEZA DE LOS INSTRUMENTOS PARA LA GESTIÓN DE LA DEUDA EXTERNA			
	Reducción efectiva deuda		Política de gestión activa
	Acreedor	Deudor	
Reestructuración y refinanciación	No	No	No
Venta Al deudor	Sí	Sí	No
A terceros	Sí	No	No
Condonación	Sí	Sí	No
Conversión Pura	Sí	No	Sí
Mixta	Sí	Sí	Sí

Fuente: Elaboración propia.

«mixtas» se realizan dos operaciones al mismo tiempo: la condonación de parte de la deuda y la conversión de resto. Tanto unas como otras pueden ser de naturaleza muy diversa según el objetivo perseguido en la operación. Así, cuando la conversión —«pura» o «mixta»— se realiza por activos de carácter económico o productivo hablamos de *swap deuda-capital*. Cuando la conversión tiene por objetivo la permuta de deuda por inversiones relacionadas con el «desarrollo sostenido», estamos refiriéndonos a los *swap deuda-desarrollo*. Dentro de éstos últimos podemos señalar distintas modalidades de operaciones como: los *swaps deuda-educación*, los *swap deuda-sanidad*, y los *swaps deuda-naturaleza* (Garg-Ramesh, 1992; Oxfam International, 1997; PNUD, 1998) (10).



COLABORACIONES

2.2.1. Los swaps deuda-capital

Dentro de los mecanismos de permuta o conversión, los *swaps deuda-capital* son los instrumentos que han tenido un mayor desarrollo. Básicamente, consisten en permutar deuda externa —expresada en moneda extranjera—, bien por activos del país deudor, o bien por moneda local para invertir en dicho país en proyectos de

(10) Como ya ha sido comentado, estos mecanismos son contemplados inicialmente en el «Plan Baker II» y, desarrollados con posterioridad en el «Plan Brady». En el ámbito del «club de París», desde el año 1990, el «Tratamiento Houston» establece la posibilidad de efectuar operaciones de conversión de deuda, lo que supone una nueva regulación para este tipo de operaciones, que en adelante podrán realizarse con carácter ilimitado para la deuda concesional, y de manera limitada para la deuda comercial. El «Tratamiento de Lyon» eleva los márgenes de la deuda comercial permutable.

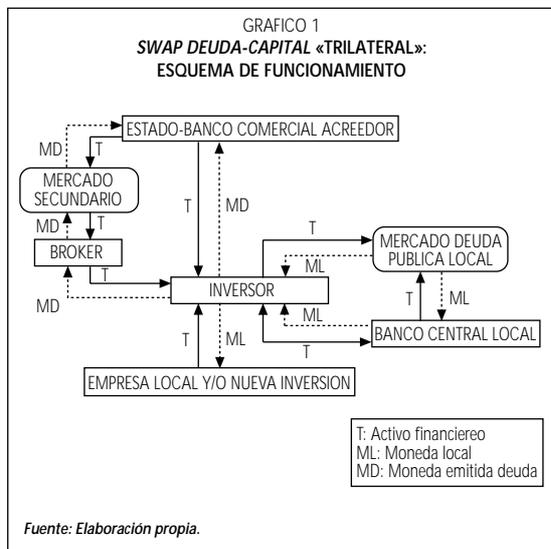
inversión de esta naturaleza (11). En general, estos tipos de operaciones son de carácter «mixto», dado que la conversión de deuda, normalmente, no se realiza por su valor nominal, sino por un valor inferior —tipo de descuento—. Habitualmente, tanto las condiciones para la conversión, el tipo de descuento aplicado, los agentes que pueden intervenir, así como los derechos y obligaciones para las partes implicadas, son establecidos dentro de un acuerdo marco o *programa de conversión* (12), diseñado, bien por el acreedor o el deudor de manera individual, o bien como resultado de un acuerdo entre ambos.

En función del número de agentes implicados y la naturaleza de los mismos podemos distinguir operaciones de conversión de carácter bilateral o trilateral, público o privado. En las operaciones de conversión «bilaterales» —generalmente de carácter privado— una entidad acreedora, normalmente un banco o una empresa multinacional, negocia directamente con el país deudor la conversión de deuda externa por activos locales, con objeto de realizar inversiones en dicho país. Por su parte, en las operaciones trilaterales, país deudor y acreedor negocian los términos de la conversión cantidad, modalidad de la deuda a permutar, tipo de descuento aplicado, etcétera, y la naturaleza de las inversiones realizables. Definido el programa, serán los inversores extranjeros, generalmente empresarios del país acreedor, los que realicen las inversiones en el país deudor, aprovechando en su caso las oportunidades que ofrece el programa de conversión (Bowe y Dean, 1993).

En el Gráfico 1 mostramos esquemáticamente el funcionamiento general de este tipo de instrumentos. En dicha representación hemos dividido en tres fases el funcionamiento de la operación. En la primera fase —una vez diseñado el programa de conversión—, el inversor

(11) Inicialmente el concepto de swap deuda-capital ha sido analizado entre otros por KRUGMAN (1985, 1989); ALEXANDER (1987a y 1987b); y HELPMAN (1988 y 1989).

(12) Podemos encontrar un resumen detallado de los programas de conversión desarrollado en el período 1985-90 en RUBIN (1989) y BUSINESS INTERNATIONAL (1991).



compra, con descuento, parte de la deuda externa de un país emitida en moneda extranjera —generalmente en dólares—, bien directamente al estado o a la entidad acreedora, o bien a través del mercado secundario de deuda. En la segunda fase, el inversor vende la deuda adquirida al país deudor a cambio de participaciones en empresas públicas (13), moneda local, o títulos de deuda expresada en moneda local (14). Con los fondos obtenidos, en la tercera fase, el inversor financia las inversiones a realizar en el país deudor.

Para algunos autores estos tipos de operaciones pueden generar importantes beneficios para las partes implicadas (Gottscho, 1988; Atienza Azcona, 1998; González Fernández, 1994; etcétera). Los países deudores afrontan el pago de la deuda —vencida o no— a un precio inferior al que deberían pagar llegado su vencimiento. Además, el pago es efectuado en moneda local, lo cual supone una gran ventaja dadas sus escasas disponibilidades de divisas. Adicionalmente, con estas operaciones de conversión, los países deudores consiguen fomentar la inversión directa en aquellos sectores que económicamente le son de mayor interés.

(13) En muchos países, una parte importante de la deuda es de entidades públicas. Mediante la conversión se facilitan los procesos de privatización iniciados en muchos PED (Durán, 1990; página 278).

(14) En este caso el inversor procederá a la venta de dicho activo financiero en el mercado secundario local.

Por otra parte, los países y entidades acreedoras anticipan el cobro de la deuda que en algunos casos es de dudoso cobro. Por último, las empresas inversoras obtienen incentivos financieros para la expansión internacional de sus actividades.

Consideramos importante señalar que el nivel de reducción de deuda está directamente relacionado con la tasa de descuento aplicada. En conversiones «mixtas», cuanto mayor sea la tasa de descuento aplicada, mayor es el nivel de condonación y, por ende, mayor será la reducción efectiva del nivel de deuda externa tanto para acreedor como para deudor. Sin embargo, en conversiones «puras» la condonación es nula ya que la conversión de la deuda es efectuada por su valor nominal. Contablemente el deudor ve reducida su deuda externa, si bien queda obligado al cumplimiento de un compromiso financiero, normalmente, la constitución de fondo contravalor en moneda local. Por todo ello, a nuestro juicio y desde una perspectiva estrictamente financiera, en las operaciones de conversión «puras» el deudor mantiene una posición global deudora —aunque en moneda local—.

Por su parte, algunos autores señalan la existencia de graves inconvenientes asociados a los *swaps deuda-capital* (Clawson, 1987; Layman y Kearney, 1988; Williamson, 1988; Helpman, 1989; Durán, 1990; Bowe y Dean, 1993; Elali, 1995; Krugman y Obstfeld, 1994; etcétera). Así, la conversión de deuda por moneda local, necesaria en este tipo de operaciones, puede tener graves consecuencias para el país deudor. De un lado, si los fondos en moneda local son emitidos por el Banco Central del país deudor, se puede producir una presión inflacionista al alza. De otro lado, si el pago en moneda local es realizado con cargo a las reservas del Banco Central, se produciría una merma significativa de las mismas. Para evitar estos problemas, en ocasiones, los programas de conversión contemplan la permuta de deuda externa por activos de deuda nominados en moneda nacional, que deben ser vendidos por el agente inversor en el mercado secundario local. Ello puede provocar sin embargo una presión al alza de los tipos de inte-



COLABORACIONES

rés en el mercado doméstico, además del consiguiente desplazamiento del ahorro nacional desde otros segmentos del mercado o inversiones igualmente necesarias. Al margen de estos efectos macroeconómicos, estas operaciones pueden tener también efectos muy negativos a nivel microeconómico. A menudo, los programas de conversión permiten la participación con carácter exclusivo de inversores extranjeros, excluyendo del programa a empresas e inversores nacionales, lo que puede provocar en la población la sensación de pérdida de soberanía sobre sus sectores estratégicos —«efecto soberanía»—. Además, en muchos casos, suponen la concesión por parte de gobierno del país deudor de subvenciones adicionales, mediante la compra de la deuda a precios superiores a su valor de mercado. Dicha política de subsidio, si bien tiene por objeto incentivar la presencia de capital extranjero en sectores estratégicos, en realidad, supone un agravio comparativo para las empresas locales, que se traduce en mayores costes de capital.



COLABORACIONES

2.2.2. *Los swaps deuda-desarrollo* (15)

Este tipo de operaciones consiste en la conversión de deuda externa de un PED deudor, por recursos en moneda local para financiar proyectos relacionados, bien con su desarrollo social —educación, sanidad, etcétera—, o bien con la protección y conservación de su medio ambiente. Podemos señalar dos características que aparecen en la mayoría de este tipos de operaciones: 1) la mayoría de éstas conllevan la condonación de una parte importante de la deuda; y 2) la creación de un *Fondo Patrimonial* —*Trust Fund*— encargado de la administración de los recursos en moneda local liberados (16).

(15) En término anglosajón se conoce como «debt-for-environment swaps» o «debt-for-nature swap». Este instrumento financiero ha sido objeto de análisis por distintos autores entre los que podemos destacar. CODY (1988); FULLER (1988); HANSEN (1988); VON MOLTKE y DELONG (1990); WAGNER (1990); VON MOLTKE (1991); CHAMBERS *et al.* (1993); RUBIN y PHILLIPS (1993); DEACON y MURPHY (1994; 1997); MORH y THOMAS (1998), etcétera.

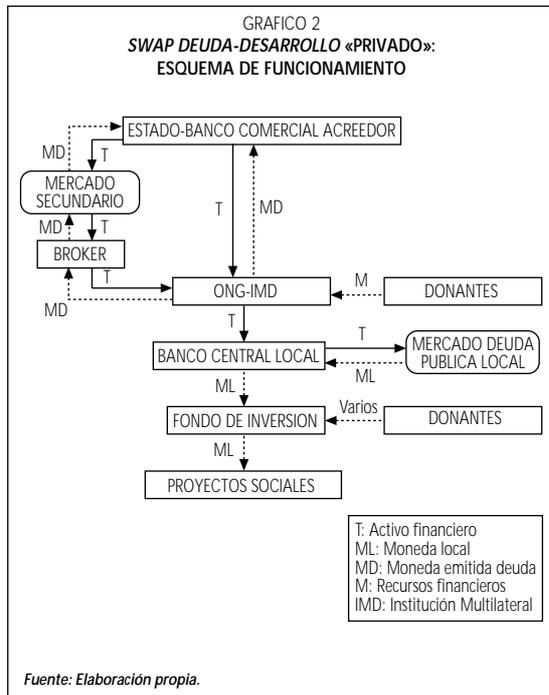
(16) La conversión de deuda por naturaleza fue utilizada por primera vez en julio de 1987 en Bolivia. En esta operación una

Algunos autores (Peuker, 1990; Von Moltke y Delond, 1990; Deacon y Murphy, 1994; 1997; etcétera), clasifican los swaps deuda-desarrollo en públicos —«*Government to government swaps*»—, y privados —«*NGO to NGO swaps*»—. Los *swaps deuda-desarrollo públicos* son aquellos que se establecen en virtud de un acuerdo firmado entre el país deudor y el acreedor. Por su parte, en los *swap deuda-desarrollo privados*, es la iniciativa privada, normalmente a través de una Organización No Gubernamental —ONG— (17), la promotora y gestora de la operación. Si bien, para asegurar su buen funcionamiento, normalmente, la operación se enmarca en el contexto de un *programa de conversión de deuda* establecido a nivel de Estados.

En el Gráfico 2 representamos de forma esquemática el funcionamiento de una operación de *swap deuda-desarrollo privado*. Podemos así distinguir cuatro fases en su funcionamiento. En la primera, una ONG internacional acuerda con el país deudor la conversión de deuda externa en moneda local. A continuación, en una segunda fase, la ONG adquiere, con descuento, la deuda pactada de una sola vez o en fases sucesivas, bien en el mercado secundario de deuda, o bien directamente al estado o entidad acreedora. En

ONG norteamericana —«*Conservación Internacional*» compró a Citicorp 650.000 de deuda boliviana por 100.000 \$, esto es, con un descuento del 75 por 100. Conservación Internacional condonó la deuda a Bolivia a cambio de que el gobierno de Bolivia destinara el equivalente a 250.000 \$ en moneda local —subvencionando la donación en un 150 por 100— a la compra de 4 millones de acres de tierra que rodeaban a un parque nacional, asumiendo la responsabilidad de mantenerlo y expandirlo en el futuro (CODY, 1988; páginas 29-30). Desde entonces, la mayoría de los *swaps deuda-desarrollo* realizados hasta la fecha, son de conversión de deuda por naturaleza y de carácter privado. En el Cuadro 7 se recogen las principales operaciones que se han realizado hasta diciembre del año 1992. Se observa que, a excepción de la última operación efectuada para la deuda externa de Polonia, la mayoría de las operaciones son de volumen medio y se centran en países latinoamericanos.

(17) A nivel internacional, las ONGs más activas en operaciones de conversión de deuda por naturaleza han sido: «Conservación Internacional», el «World Wildlife Fund» y «The Nature Conservancy». A éstas, además habría que añadir la importante labor desarrollada por UNICEF en los últimos años con cerca de 18 operaciones de permuta de deuda para financiar proyectos destinados a la infancia en 8 PEDEn el caso concreto de proyectos relacionados con el medio ambiente estas organizaciones no gubernamentales son conocidas bajo la denominación de «Organizaciones Internacionales para la Conservación» —«Private International Conservation Organization» [COs]—.



la tercera fase, de acuerdo con las condiciones negociadas con el país deudor, la deuda es convertida en moneda local, bonos emitidos por el estado u otros medios (18). Finalmente, con los recursos obtenidos, la ONG constituye un fondo patrimonial que será administrado, normalmente, por representantes de dicha ONG, otras ONGs locales e instituciones del país deudor. En este punto, debemos señalar que en este tipo de operaciones, el fin último de las ONGs internacionales es proveer de fondos a las ONGs locales para que éstas pongan en marcha proyectos de desarrollo social y protección medioambiental.

Son muchos los beneficios que estas operaciones tienen para las partes implicadas, esto es, países deudores, acreedores y ONGs. Para los PED deudores, este instrumento cumple con un doble objetivo. De un lado, supone un alivio real del problema de la deuda externa, reduciendo el nivel de ésta y aligerando la carga financiera que supone el servicio de la misma. De otro lado, provee a dichos países de una

(18) En esta fase, a veces, el banco central del país deudor transfiere a la ONG fondos en moneda local o activos en moneda local, por importes superiores al valor de la deuda. Esta actuación, en realidad, implica la cofinanciación por parte del Estado deudor.

fuerza de recursos financieros, para ser invertidos en proyectos de inversión relacionados tanto con el desarrollo humano de su población, como con la protección de su medio ambiente. Desde el punto de vista de los países y entidades acreedoras, esta operación supone anticipar el cobro de la deuda de dudoso cobro. Además, como instrumento de «gestión activa de deuda», para los países acreedores, las operaciones de conversión de deuda por desarrollo, en muchos casos, puede beneficiar a aquellas empresas y ONGs del país prestamista interesados en efectuar proyectos de desarrollo en estos países. Desde este punto de vista, estas operaciones de conversión de deuda constituirían un mecanismo para estimular la internacionalización de las empresas de país acreedor en la zona. Por último, para las ONGs implicadas, estas operaciones generan importantes beneficios de naturaleza intangible. En primer lugar, suponen un importante reclamo publicitario para la captación de nuevos socios y recursos. En segundo, implica la creación y consolidación de vínculos entre ONGs, sociedad civil, empresas, gobiernos y organizaciones internacionales, en la lucha por el desarrollo sostenido de los pueblos.

Sin embargo, no todo son ventajas para las partes implicadas. Para los países deudores, este tipo de operaciones, al igual que las operaciones de *swap deuda-capital*, pueden tener consecuencias macroeconómicas negativas sobre el país deudor. Si bien, dadas las reducidas dimensiones financieras de este tipo de operaciones de conversión, cabe esperar que sus efectos sobre la inflación y los tipos de interés sean de escasa cuantía (Peuker, 1990; página 276). Por otra parte, la mayoría de la población de los PED considera que este tipo de operaciones puede suponer una pérdida significativa de dominio sobre sus tierra, recursos naturales y riqueza biológica, al quedar éstos controlados en manos de extranjeros —efecto soberanía—. Para los países acreedores, la realización de *swap deuda-desarrollo* puede suponer un aumento en la presión fiscal para sus contribuyentes, dado el elevado porcentaje de condonación que en la mayoría de los casos conlleva. Si bien, dicho



COLABORACIONES

efecto puede entenderse como el sacrificio y contribución necesaria de los países ricos, para el logro del desarrollo sostenido del planeta en su conjunto. Del lado de las ONGs, la realización de operaciones de conversión de deuda por desarrollo, supone para éstas el incurrir en unos elevados costes, dada la duración y complejidad de las negociaciones, así como el grado de experiencia y conocimientos del personal que son requeridos para su realización. En consecuencia, las ONGs utilizarán estos instrumentos siempre y cuando los beneficios generados sean superiores a los costes incurridos. Por último, Deacon y Murphy (1997) señalan la existencia de otros inconvenientes adicionales que afectan a este tipo de operaciones. Estos están relacionados, fundamentalmente, con la naturaleza de los activos implicados —recursos medioambientales, diversidad biológica, desarrollo humano; etcétera—; la imprecisión en el concepto de «protección de medio ambiente»; las dificultades de ejecución, administración y gestión de los proyectos; y las complicaciones existentes para la medición de los resultados obtenidos. Además, existen características propias de los países endeudados —conflictos armados, cambios políticos, etcétera— que suponen un obstáculo para el desarrollo de este tipo de instrumentos financieros (19).



COLABORACIONES

3. Las políticas de gestión activa de la deuda exterior en la Administración española

3.1. Introducción

Desde una perspectiva temporal, la posición acreedora de España en el problema de la deuda externa es relativamente reciente (20), y notablemente inferior a la que mantienen los princi-

pales países de su entorno económico (21). El endeudamiento de los PED con España tiene su origen en la deuda de carácter tanto público como privado. Dentro de la deuda pública podemos distinguir dos tipos de operaciones, el *crédito comercial con garantía del Estado español* —créditos a la exportación garantizados por la Compañía Española del Seguro de Crédito a la Exportación (22) (CESCE)—; y los *créditos FAD* (23) —Fondo de Ayuda al Desarrollo—. En cuanto a la deuda de carácter privado, ésta tiene su origen en los créditos a la exportación (con y sin garantías del Estado) y en los créditos sindicados concedidos por la banca privada española (24). En el Cuadro 2 se observa cuál

(21) Para un análisis profundo y exhaustivo del origen, evolución y situación actual de la deuda de los PED con España puede consultarse ATIENZA AZCONA (1998; páginas 125-185).

(22) En las operaciones de «crédito a la exportación» podemos distinguir dos vertientes: una de carácter puramente «comercial», consistente en la venta de mercancías o la prestación de un servicio en el exterior; y otra, de naturaleza estrictamente «financiera», consistente en la participación y garantía, en general, de dos bancos; uno español y otro del país extranjero receptor. Cuando la operación cuenta, además, con la garantía del Estado español a través del CESCE, hacemos referencial al «crédito oficial a la exportación».

(23) Los «créditos FAD» constituyen un instrumento de la política española de cooperación para el desarrollo. El Fondo de Ayuda al Desarrollo —FAD— es un fondo gestionado por el Instituto de Crédito Oficial, que no tienen personalidad jurídica propia, a partir del cual es posible otorgar créditos bilaterales de «tipo concesional», o en condiciones de ayuda a los PED. Estos créditos están ligados a la adquisición por parte del país beneficiario de bienes y servicios que deben ser suministrados por empresas españolas.

(24) DE acuerdo a los datos elaborados por EURODAD a partir de los anuarios del Banco Internacional de Pagos, en 1995, la deuda privada española en PED ascendía a 1.739.135 millones de pesetas, de los cuales 1.262.696 millones —73 por 100— correspondía a países Latinoamericanos. Esta mayor concentración debe su explicación al destino preferente que para la Inversión Directa del sector bancario español ha tenido esta zona geográfica. No obstante, hay que decir que dicho endeudamiento tiene un origen lejano en el tiempo. Al igual que el resto del sector a escala mundial, en la segunda mitad de la década de los 70 y primera parte de los 80 la banca española concedió un número importante de créditos a los PED. Tras la crisis de pagos de la deuda, la banca española, al igual que resto de bancos acreedores a escala mundial, llevó a cabo una política de reestructuración de pagos y concesión de nuevos préstamos, hecho que supuso un incremento del nivel de endeudamiento de los países deudores. En la segunda mitad de la década de los 80, la banca española decidió capitalizar los intereses acumulados y no conceder nuevos préstamos. Esta política se ha mantenido hasta el día de hoy a pesar de las continuas presiones del Banco de España, que de acuerdo con los acuerdos internacionales ha respaldado la política de la concesión de nuevos préstamos —«new money»—.

(19) DEACON y MURPHY (1993; 1994 y 1997) efectúan un análisis teórico-empírico sobre la estructura de este tipo de operaciones en base al enfoque de los costes de transacción.

(20) Como dato señalar que hasta el año 1981 España ha sido considerada por el BM como país en vía de desarrollo —de desarrollo medio— y, por ende, susceptible de recibir ayudas por parte de este organismo multilateral. Por otra parte, el Comité de ayuda al desarrollo (CAD) de la OCDE mantuvo a España como potencial receptor de ayuda al desarrollo hasta el año 1995.

CUADRO 2
LA DEUDA BILATERAL OFICIAL ESPAÑOLA POR ZONAS GEOGRAFICAS: EVOLUCION RECIENTE

	31-12-96		31-12-98					
	Deuda Pública Total		Crédito Comercial Oficial		Créditos FAD		Total	
	Millones de pesetas	%	Millones de pesetas	%	Millones de pesetas	%	Millones de pesetas	%
Africa del Norte.....	401.706	24,98	256.181	27,91	143.913	19,17	400.121	23,98
Africa Subsahariana	220.268	13,70	137.647	15,00	100.645	13,40	238.306	14,28
América Latina.....	606.739	37,73	293.608	31,99	209.042	27,84	502.681	30,12
Oriente Medio.....	63.259	3,93	53.860	5,87	10.051	1,34	63.916	3,83
Asia-Lejano Oriente.....	175.375	10,90	2.318	0,25	168.743	22,47	171.061	10,25
Europa del Este.....	134.114	8,34	144.436	15,74	11.737	1,56	156.190	9,36
Otros.....	6.779	0,42	29.751	3,24	106.703	14,21	136.457	8,18
Total.....	1.608.240	100,00	917.800	100,00	750.834	100,00	1.668.734	100,00

Fuente: Secretaría de Estado de Comercio, Turismo y de la PYME. Subdirección General de Gestión de la Deuda Externa.

ha sido la evolución en los últimos años de la deuda pública española por tipología y zona geográfica. De acuerdo con los datos suministrados por la Administración (25), a finales de 1998 el total de la deuda pública española ascendía a 1.668.634 millones de pesetas, de los cuales el 55 por 100 (917.800 millones de pesetas) correspondían a crédito comercial oficial, y el 45 por 100 restante (750.834 millones de pesetas) a créditos FAD.

Respecto a la distribución geográfica de la misma, podemos señalar que América Latina constituye la principal región deudora española con el 30 por 100 de la deuda pública. Dentro de América Latina, los países más endeudados son: México, Perú, Cuba y Argentina. La segunda región más endeudada es el Norte de África, con el 24 por 100. En esta región los países más endeudados son Egipto, Turquía, Argelia y Marruecos. En tercer lugar se encuentra el África Subsahariana, con el 14 por 100. En esta zona, el 42 por 100 de la deuda se concentra en Angola y Costa de Marfil. El resto de la deuda se dispersa entre 28 países, con un nivel medio de endeudamiento de 5.000 millones de pesetas. En cuarto lugar se sitúa Asia con el 10 por 100 de la deuda pública española. En esta zona el principal país deudor es China. Y, finalmente, Europa del Este y Oriente Medio ocupan el quinto y sexto lugar con el 9 por 100 y el 4 por 100, respectivamente.

(25) Subdirección General de Gestión de la Deuda Externa y Evaluación de Proyectos, dependiente de la Secretaría de Estado de Comercio, Turismo y de la PYME del Ministerio de Economía y Hacienda.

3.2. Políticas de gestión de cobro de la deuda externa española

Tradicionalmente la Administración española ha considerado la deuda externa como un problema eminentemente financiero. Así, la política de gestión de la deuda desarrollada ha tenido como objetivo prioritario conseguir la mayor recuperación posible de la cuantía pendiente, dejando de lado aspectos tan importantes como el nivel de pobreza, el desarrollo humano y la protección del medio ambiente de los países deudores (26). En consecuencia, hasta ahora, la Administración española ha manifestado un escaso interés por estrategias que supongan un alivio real del problema, y que permita a los países deudores su crecimiento sostenido. Al margen de diversas reducciones acordadas en el seno del «Club de París», y en especial las efectuadas a través de la «Iniciativa PPAE», hasta el presente las operaciones de condonación (27), venta de deuda con descuento (28) y conversión, han sido muy escasas.

(26) La Subdirección General de Gestión de la Deuda Externa y Evaluación de Proyectos es la responsable de la política de negociación y gestión del cobro de la deuda externa pública de terceros países con España. En consecuencia, las principales atribuciones de la Subdirección son: i) la representación, junto con el CESCE y el ICO, de España en el «Club de París»; ii) la definición de estrategias para la refinanciación y reestructuración de la deuda; y iii) la definición y puesta en marcha de medidas especiales como las operaciones de venta en el segundo mercado, condonación; y programas de conversión por capital, desarrollo y medio ambiente.

(27) En este sentido podemos destacar la condonación, en el año 1995, del 100 por 100 de la deuda con origen en créditos FAD del Estado español a Nicaragua.

(28) En febrero de 1993, el Gobierno español vendió de deuda egipcia «del CESCE» a Citybank, por un valor nominal de unos



COLABORACIONES

CUADRO 3 GESTION ACTIVA DE LA DEUDA EXTERNA ESPAÑOLA: ULTIMAS OPERACIONES					
Fecha	Tipo de programa/operación	Tipología	Objetivo	País deudor	Importe
Diciembre-96.....	Conversión de deuda por capital	«trilateral» y público	Desarrollo económico y social	Marruecos	10.800 mill. de ptas.
Septiembre-98....	Conversión de deuda por capital	«trilateral» y público»	Desarrollo económico y social	Bulgaria	33 mill. de \$
Diciembre-98.....	Venta de deuda externa del Estado español a una ONG por proyectos de educación	Privado	Desarrollo humano (educación)	Mozambique	5 mill. de \$
Marzo-99.....	Conversión de deuda por moneda local para la lucha contra la droga	Público	Desarrollo humano (lucha contra la droga)	Perú	7 mill. de \$
Abril-99.....	Conversión de deuda por proyectos de medio ambiente	Público	Medio ambiente	Costa Rica	4,68 mill. de \$ +50,97 mill. de ptas.
Sin fecha.....	Conversión de deuda por proyectos de desarrollo (infraestructuras básicas)	Público Público	Desarrollo humano (infraestructuras)	Honduras, Nicaragua, República Dominicana	A determinar

Fuente: Elaboración propia.

La introducción a partir del 1990 en los Tratamientos del «Club de París» de las operaciones de conversión de deuda —*Tratamiento Houston*—, unido a la creciente preocupación de la comunidad internacional (29) por la deuda externa y el desarrollo sostenible de los países endeudados, así como en la necesidad de establecer fórmulas innovadoras que supongan un alivio real del problema (30), ha llevado a un

cambio de mentalidad de la Administración española en su política de gestión, con la incorporación de estrategias que suponen la transformación de la deuda externa en acciones directas a favor de los países endeudados. Como podemos observar en el Cuadro 3, las operaciones puesta en marcha se pueden clasificar en tres grupos: 1) la conversión de deuda por capital (31); 2) la conversión de deuda por proyectos de desarrollo humano; y 3) la conversión de deuda por proyectos medioambientales. Dentro del primer grupo podemos destacar los programas de conversión de deuda externa por capital efectuados con Marruecos —diciembre 1996— y Bulgaria —septiembre de 1998—. En la actualidad, se encuentra en fase de estudio la puesta en marcha de un programa de conversión de este tipo con Jordania. En el segundo grupo podemos destacar la venta de deuda externa de Mozambique con el Estado español a INTERMON para la realización de proyectos de educación (diciembre 1998), y el programa de con-

miento de amplias capas de población. A pesar de las iniciativas realizadas para su alivio, la carga de ésta sigue estando todavía por encima de un nivel soportable, por lo que obstaculiza de manera persistente los esfuerzos de reforma y ajuste, por no decir que incluso los anula. El Parlamento propone la vinculación del alivio de la deuda a la ejecución de determinados programas y proyectos relativos al medio ambiente y al abastecimiento básico a las poblaciones.

(31) Algunos Bancos españoles han efectuado operaciones de conversión de deuda por capital de carácter privado. Banesto participó en operaciones de esta naturaleza a comienzos de la década de los noventa en Chile. Por su parte, el Banco Exterior de España ha desarrollado algunas operaciones de este tipo en Venezuela, y otros Bancos han efectuado inversiones de este tipo en Méjico (ATIENZA AZCONA, 1998; página 153).



COLABORACIONES

8,5 millones de dólares. En noviembre de ese mismo año y ante la demanda de deuda de Egipto, se subastó 10 millones de dólares y 300 millones de pesetas. El año siguiente se volvió a subastar 3.728 millones de pesetas. Recientemente, en 1997, la Administración Española ha vuelto a vender deuda egipcia al sector privado por importe de otros 1.000 millones de pesetas.

(29) En el Convenio sobre Diversidad Biológica de Río de Janeiro en 1992, ratificado por parte de España, ha supuesto la necesidad de incluir nuevos valores, objetivos, prioridades y métodos en la gestión de la deuda externa.

(30) Los Estados miembros de la UE se han reservado la capacidad para gestionar la deuda externa, en consecuencia, el papel de la UE es menor en este ámbito ya que sigue siendo una baza importante en la política exterior de los diversos Estados. No obstante, el Parlamento Europeo ha manifestado la necesidad de adoptar medidas innovadoras que permitan reducir la carga de la deuda. Así, en la Resolución del Parlamento Europeo sobre la Comunicación de la Comisión «Unión Europea-América Latina: actualidad y perspectivas de la Asociación 1996-2000», de 16 de enero de 1997, se pide al Consejo que coordine la posición de los Estados miembros en el seno del «Club de París» y en el «Club de Londres», y que examine la posibilidad de aplicar fórmulas innovadoras para reducir la carga de la deuda mediante el establecimiento de programas de conversión en proyectos del medio ambiente y de formación profesional, y revisión del sistema de desgravación fiscal para reservas bancarias con el fin de cubrir las deudas incobrables. Más recientemente, el Parlamento Europeo aprobó la Resolución de 16 de enero de 1998 sobre la Comunicación de la Comisión «Ayuda al ajuste estructural y al alivio de los Estados ACP altamente endeudados». En dicha Resolución se señala que el endeudamiento obstaculiza seriamente el progreso económico y social de los PED al privarles de recursos indispensables para la inversión y la reconstrucción, contribuyendo así al empobreci-

versión de deuda externa de Perú en un fondo de contravalor para la lucha contra la droga — marzo de 1999—. Asimismo, cabe indicar que, en la actualidad, la Administración española se encuentra negociando programas de conversión de deuda con los países afectados por el huracán Mitch (32). Finalmente, dentro de las operaciones de conversión de deuda por proyectos relativos al medio ambiente, el Gobierno español tan sólo ha firmado hasta el momento una operación de esta naturaleza con el Gobierno de Costa Rica (abril 1999); si bien, en la actualidad, se encuentran muy avanzadas las conversaciones con el Gobierno de Perú para la puesta en marcha de un programa de conversión de esta naturaleza.

De todas ellas, a continuación, vamos a desarrollar con mayor profundidad las operaciones de conversión efectuadas en Marruecos, Mozambique y Costa Rica.

3.2.1. Programa de conversión de deuda externa por capital

El 3 de diciembre de 1996, los Gobiernos de España y Marruecos firmaron la puesta en marcha de un programa para la *conversión deuda externa en inversiones privadas*. A través de este acuerdo, la Administración española se comprometía a vender, con cierto descuento, un importe total de 10.800 millones de pesetas de deuda externa de Marruecos, a aquellos inversores (33) interesados en efectuar Inversiones

Directas en dicho país (34). Por su parte, el estado marroquí se comprometía a comprar la deuda adquirida por los inversores al Estado español, por un importe en moneda local —*dirhams*— superior —*tasa de redenominación o redención*— a la cantidad satisfecha por éstos al Estado Español.

Básicamente, la operación se instrumentaba en tres fases. En la primera fase, el inversor interesado en efectuar una IDE en Marruecos tenía que obtener la autorización de Gobierno marroquí de su proyecto de inversión —Ministerio de Finanzas e Inversiones Exteriores de Marruecos—. Aceptado el proyecto, las autoridades marroquíes especificaban el montante de la deuda a convertir, la *tasa de redenominación*, así como las condiciones que serían acordadas con el inversor. A continuación, en la segunda fase, el inversor debía efectuar la compra de la deuda al Estado español, la cual se desarrollaba bajo la modalidad de licitación. Cada inversor tenía así que presentar una «oferta de compra» a la Administración española en la que debía figurar: 1) el valor nominal en pesetas de la cantidad de «deuda deseada» (35); 2) el precio ofertado, también en pesetas, libre de toda carga o comisión (36); 3) la autorización del Gobierno marroquí de su inversión; y 4) el compromiso de adquirir la deuda adjudicada. Presentadas las ofertas, las Administraciones resolvía el «concurso». Los inversores seleccionados disponían de un plazo



COLABORACIONES

(32) Dentro de un paquete de medidas a favor de los países damnificados por el huracán Mitch, en materia de deuda externa la Administración española ha adoptado las siguientes iniciativas. La condonación del 20 por 100 de la deuda externa derivados de créditos FAD que estos países tienen contraída con España —28 millones de \$ Honduras, 17 millones de \$ Nicaragua y 3 millones de \$ República Dominicana—. El Gobierno español, con el objeto de potenciar la reconstrucción de los países de referencia y facilitar el desarrollo de las infraestructuras básicas, está estudiando con las autoridades de los países afectados, la creación con parte del servicio de la deuda anulado de fondos en monedas local con tal objetivo. En lo que se refiere a la deuda comercial garantizada, España ha condonado 10 millones de \$ utilizando las posibilidades que ofrecen las cláusulas de conversión incluidas en los acuerdos multilaterales del «Club de París». Por último, el Estado español apoya la flexibilización de los requisitos de elegibilidad de la «Iniciativa PPAA» para la inclusión de Honduras y Nicaragua.

(33) En función al acuerdo pactado, se entiende que este mecanismo de conversión queda reservado únicamente a aque-

llas personas físicas y jurídicas españolas, así como a las marroquíes residentes en España, interesadas en efectuar IDEs en Marruecos.

(34) Inicialmente, la venta de deuda se refería a un montante global de 6.250 millones de pesetas, si bien se adjudicaba cada dos meses por un sistema de licitación por tramos de 1.250 millones de pesetas —a partir del 1 de enero de 1997—. Con posterioridad, el programa se amplió hasta el importe de 10.800 millones.

(35) Por «deuda deseada» se entendía el valor nominal de la deuda que el inversor deseaba comprar, no el contravalor que deseaba obtener. En la notificación se debía incluir también otra cantidad alternativa inferior de deuda deseada, que bajo las mismas condiciones estaría dispuesto a adquirir.

(36) El precio ofertado en pesetas debe tomar como referencia: de un lado, el precio que haya acordado previamente con el Gobierno de marroquí —*tasa de redenominación*— y el «precio mínimo» de licitación fijado y comunicado por la Administración española a todos los inversores interesados —en cualquier caso el precio ofertado debe ser igual o superior a este último—.

máximo de 40 días para la compra definitiva de la deuda. Finalmente, en un plazo de 15 días a contar desde la notificación, por parte de España, del pago efectuado por el inversor al Estado español, el Tesoro marroquí ingresaba en una cuenta bancaria en Marruecos designada por el inversor, el contravalor en moneda local del valor nominal de la deuda multiplicada por la *tasa de redenominación* (37). Por último, con los fondos obtenidos en moneda local, el inversor ponía en marcha el proyecto de inversión.

Como ya hemos comentado en el apartado 2.2.1. del presente trabajo, los beneficios que reporta este instrumento para las partes implicadas son muy importantes. El Estado deudor, Marruecos, reduce su nivel de endeudamiento mediante un pago que, si bien es efectuado por anticipado, es realizado a un precio inferior y en moneda local. Por otra parte, se garantiza que tales recursos serán reinvertidos en el país en proyectos empresariales generadores de riqueza y empleo, en aquellos sectores que le son de interés —el Estado marroquí tiene la potestad de aprobar o rechazar las operaciones de inversión que le son propuestas en virtud del programa de conversión—. El Estado acreedor, España, anticipa el cobro y reduce su posición acreedora, al tiempo que fomenta el flujo de capital privado español en Marruecos. Por último, el inversor, se beneficia del margen existente entre el precio al que compra la deuda y el que recibe, en moneda local del Gobierno Marroquí, pudiendo efectuar su inversión a un menor coste (38). Desde este punto de vista, la conversión de deuda por capital es un mecanismo complementario a otros instrumentos financieros de apoyo a la Inversión Directa en

Marruecos como los recursos procedentes de la Compañía Española de Financiación al Desarrollo (COFIDES, S.A.) (39).

3.2.2. *Conversión de deuda externa por desarrollo humano*

El 18 de diciembre de 1999, la Administración española e INTERMON firmaron un preacuerdo para la puesta en marcha de la primera operación de venta de deuda externa del Estado español y una ONG. En virtud del citado preacuerdo, INTERMON se compromete a adquirir, en una primera fase, deuda de Mozambique por un valor nominal inicial de 5 millones de dólares (ampliable en una segunda fase hasta alcanzar la cifra total de 17 millones de dólares), que la citada ONG comprará por un 8 por 100 de su valor nominal. El estado español contribuye así al alivio de la deuda externa de Mozambique condonando un 92 por 100 de la misma (40). En contrapartida, el Gobierno de Mozambique constituirá un Fondo en moneda local —*meticaïs*— para la realización de programas educativos. Fondo que será gestionado y controlado por INTERMON. La formalización de la operación se hará a través de un *programa de conversión de deuda* entre la Administración española y el Banco Central de Mozambique, para asegurar el buen fin de la operación y defender los intereses de la ONG española.

Los proyectos propuestos por INTERMON tienen por objeto la mejora del sistema educativo de la región de Niassa. En concreto, se persigue la escolarización del mayor número posible de niños y la extensión de los programas de educación a distancia a la población adulta. Estos programas serán realizados a través de ONGs locales que acrediten una sólida experiencia en el ámbito educativo del país, y en coordinación con los planes y programas educativos existentes a escala estatal.

(37) El tipo de cambio aplicado es el tipo de cambio «comprador» cotizado por el banco Al Maghrib, en la fecha de pago por el inversor de los títulos en deuda marroquí.

(38) Supongamos que el Gobierno marroquí ha autorizado una inversión de 100 millones de pesetas —dirhams— a una empresa española, concediéndole una tasa de redenominación del 56 por 100. Ello implicaría la necesidad de comprar deuda externa de Marruecos por importe de 178,57 millones de pesetas [100/0,56]. A continuación, el inversor oferta a la Administración española la compra de 178,57 millones de pesetas a un precio de 50 por 100 del valor nominal. Tendría así que pagar 89,29 millones de pesetas [178,57 x 0,50]. Con la utilización del swap deuda-capital el inversor obtiene una rentabilidad inicial del 12 por 100 sobre la cantidad invertida [(100 - 89,29) / 89,29].

(39) Un análisis en profundidad sobre el funcionamiento de COFIDES puede verse CAZORLA y LOPEZ GODOY (1999).

(40) En la reunión celebrada por el «Club de París» el 23 de enero de 1998, se acordó una reducción del 85 por 100 del stock de deuda de Mozambique una vez cumplida la primera fase de la «Iniciativa PPAAE» —año 1999—. España se comprometió a realizar un esfuerzo complementario mediante la puesta en marcha de operaciones de conversión.



COLABORACIONES

3.2.3. Conversión de deuda externa por proyectos medioambientales

En abril de 1999, los gobiernos de Costa Rica y España firmaron un acuerdo para la conversión de deuda externa costarricense en proyectos medioambientales. El volumen de la deuda objeto de conversión asciende a un importe de 4,68 millones de dólares y 50,97 millones de pesetas, correspondiente al servicio total de la deuda derivada de créditos FAD, que vence entre el 5 de abril de 1999 y el 31 de diciembre del 2015. El Estado español registrará como cancelados los importes del servicio de dicha deuda, conforme éstos vayan venciendo. Al mismo tiempo, el Gobierno de Costa Rica depositará en un Fondo en moneda local (*colones costarricenses*) el contravalor de estos vencimientos (41). El 50 por 100 de los recursos del citado Fondo —«Fondo para el programa medioambiental de Costa Rica-España»—, serán utilizados para financiar proyectos del *Area de Conservación del Pacífico Central*, preferentemente, en la cuenca de río *Saavegre*, en el marco del «Proyecto Integral» que el «Programa Araucaria» financia en Costa Rica. El otro 50 por 100 será destinado para financiar proyectos presentados por el Instituto Nacional de la Biodiversidad —INBIO— de Costa Rica. En cualquier caso, los fondos provenientes del contravalor del servicio de la deuda convertida se utilizarán para financiar preferentemente: i) los gastos locales de proyectos de inversión medioambiental que impliquen la participación de empresas o entidades españolas, en particular, en los sectores de energías renovables y turismo ecológico; y ii) la importación de bienes y/o servicios españoles necesarios, en especial, en los programas de educación y formación. Aunque esta operación no supone una condonación o reducción del nivel de deuda

(41) El tipo de cambio a utilizar será, para los importes en pesetas, el registrado por el Banco Central de Costa Rica entre peseta y dólar USA, y entre éste último y la moneda costarricense. Para los importes en dólares USA, el tipo de cambio a utilizar será el registrado por el Banco Central de Costa Rica entre dólar USA y el colón costarricense. En ambos casos, las tasas de cambio de referencia serán las registradas dos días hábiles antes de la fecha de vencimiento de cada cuota.

para Costa Rica, sin embargo, si implica el compromiso y apoyo del Estado español con la conservación del medio ambiente costarricense.

El citado Fondo será administrado por un comité integrado por un representante del Ministerio del Medio Ambiente y Energía de Costa Rica, un representante del INBIO, un representante del Ministerio de Economía y Hacienda de España, y un representante de la Embajada española en Costa Rica. Dicho comité será el encargado de establecer las prioridades anuales de inversión, aprobar los planes de desembolso anuales, velar por la correcta gestión de los recursos financieros del fondo, supervisar la ejecución de los planes y proyectos velando por que se cumplan las prioridades y objetivos del «Programa Araucaria», revisar los informes de seguimiento, y preparar los informes anuales de actividad. Los proyectos a financiar con los recursos del Fondo deben de ser factibles desde un punto de vista técnico, económico y social, y deben de ser ejecutados por empresas, organizaciones o instituciones con una adecuada capacidad técnica y financiera.

4. Conclusiones

En las dos últimas décadas, el volumen total de la deuda externa de los PED, lejos de reducirse, se ha incrementando de forma sustancial. Además, geográficamente se ha producido un desplazamiento, afectando en la actualidad a las zonas más pobres del planeta. Las medidas puestas en marcha para hacer frente al problema de la deuda externa, basadas fundamentalmente en la reestructuración y concesión de nuevos préstamos, con el tiempo, han mostrado su ineficacia. De un lado, las restricciones presupuestarias derivadas del pago del servicio de la deuda, han limitado las inversiones públicas en salud, educación o infraestructuras básicas, sumiendo a la población de los países deudores en mayores niveles de pobreza. De otro lado, muchos países se han visto obligados a la explotación de sus recursos naturales para hacer frente a sus compromisos de pago. En consecuencia, la deuda externa constituye el principal obstáculo que limita el crecimiento económico y el desarrollo «sostenido» del tercer mundo.



COLABORACIONES

En la actualidad, existe una mayor preocupación en el ámbito internacional (acreedores, deudores, organizaciones multilaterales, ONGs, sociedad civil, etcétera) por encontrar una solución definitiva al problema, en la que se dé prioridad a la lucha contra la pobreza. En este sentido, en el marco de una *política de gestión activa de la deuda*, es posible utilizar fórmulas innovadoras que vinculen la reducción de la deuda con iniciativas que tengan como objetivo el «desarrollo sostenido» de los países deudores.

En este trabajo hemos centrado nuestra atención en las posibilidades que ofrecen los instrumentos de conversión o permuta financiera. En esencia, la conversión de deuda consiste en el canje de deuda externa —expresada en moneda extranjera— bien por activos del país deudor, o bien por moneda local para invertir en dicho país. En función del objetivo perseguido existen distintas modalidades de conversión de deuda. Cuando el canje de deuda se efectúa por inversiones privadas de naturaleza productiva, nos referimos a la *conversión de deuda por inversión privada o swap deuda-capital*. Cuando se vincula la operación de conversión a la realización de proyectos sociales —sanidad, educación, infraestructuras básicas— o medio ambientales, nos referimos a los swaps deuda-desarrollo.

Son muchas las ventajas que reporta la conversión de deuda para las partes implicadas. El país acreedor reduce su posición acreedora contribuyendo al crecimiento económico y desarrollo sostenido de los países deudores. El país deudor afronta el pago de la deuda, normalmente a un precio inferior y en moneda local. Adicionalmente, se asegura que dichos fondos son reinvertidos en su país, bien en inversiones privadas, o bien en proyectos de desarrollo humano o de protección medioambiental. Por otra parte, la posibilidad de acceder a los recursos provenientes de los programas de conversión de deuda, amplía las posibilidades de participación de ONGs y empresas interesadas en desarrollar sus actividades en los países deudores. Desde este punto de vista, los programas de conversión de deuda, constituyen un instrumento muy eficaz, capaz de coordinar y aunar los esfuerzos existentes (sociedad civil,

ONGs, empresas, gobiernos, organizaciones multilaterales, etcétera) en la lucha contra la pobreza, el desarrollo humano y la protección del medio ambiente de las zonas menos favorecidas.

Hasta ahora, la Administración española ha considerado la deuda externa un problema exclusivamente financiero. Así, al margen de otro tipo de consideraciones, ha orientado su política de gestión de deuda con el objetivo prioritario de maximizar el cobro correspondiente al servicio de la misma. Sin embargo, la creciente preocupación de la comunidad internacional por el impacto de la deuda sobre los países y población de tercer mundo, ha supuesto un cambio de mentalidad en su política de gestión, con la incorporación desde finales de 1996 de mecanismos de conversión de diversa naturaleza —conversión de deuda por inversiones privadas, proyectos sociales y de conservación del medio ambiente—.

En la última parte del trabajo, hemos analizado con profundidad tres de estas operaciones: la conversión de deuda de Marruecos por inversiones privadas, la venta de deuda de Mozambique a una ONG para la realización de proyectos de educación, y la conversión de deuda de Costa Rica por proyectos medioambientales.

Tradicionalmente, una de las principales ventajas que se le atribuyen a las operaciones de conversión de deuda reside, en la reducción del nivel de deuda que logra el país deudor. Sin embargo, hay que tener presente que dicha reducción está directamente relacionado con la tasa de descuento aplicada en la operación. En conversiones «mixtas», cuanto mayor sea la tasa de descuento aplicada, mayor es el nivel de condonación y, por ende, mayor será la reducción efectiva del nivel de deuda externa tanto para acreedor como para deudor. Sin embargo, en conversiones «puras» la condonación es nula ya que la conversión de la deuda es efectuada por su valor nominal. Al respecto, indicar que el nivel de condonación de deuda externa en las operaciones de conversión analizadas, va desde el 0 por 100 para el caso de Costa Rica, hasta el 92 por 100 en el caso de la operación de deuda de Mozambique. En el caso del programa de conversión de la deuda marro-



COLABORACIONES

quí, el nivel de condonación varía en función del precio de venta de la deuda al inversor español — el cual depende del precio ofertado por este último— y la tasa de redenominación concedida por el Gobierno de Marruecos.

Aunque las operaciones de conversión de deuda están en una primera fase de experimentación, especialmente, las relacionadas a proyectos de desarrollo social y protección medioambiental, parece existir un decidido interés por desarrollar iniciativas parecidas en nuevos países.

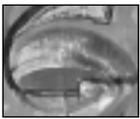
6. Bibliografía

1. ALEXANDER, L. S. (1987a): *Economic issues for debtor countries raised by debt for-equity swap*, Mineo, septiembre.
2. ALEXANDER, L. S. (1987b): *Debt for-equity swap: A formal analysis*, Mineo, septiembre.
3. ARAHUETES, A. y ARGÜELLES, J. (1993): *Evolución y soluciones de la deuda externa en latinoamericana*, Citado en Atienza Azcona, 1998, página 47.
4. ATIENZA AZCONA, J. (1998): *La deuda externa y los pueblos del sur. El perfil acreedor de España*, Editan Manor Unidas, Cáritas, CONFER, Justicia y Paz, Madrid.
5. BERMEJO (1994): *Manual para una economía ecológica*, Bakeaz, Bilbao.
6. BOWE, M. y DEAN, J. W. (1993): *Debt-equity swaps: investment incentive and secondary market prices*, Oxford economics Papers (45); páginas 130-145.
7. BUSINESS INTERNATIONAL (1991): *The debt-equity swaps Handbook*, Business International Corporation, Nueva York.
8. CALVO, G.; LEIDERMAN, E. y REINHART, C. (1993): *Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: The role of external factors*, Documento de Trabajo del Fondo Monetario Internacional (40), 1, Marzo, Whashington D.C.
9. CAZORLA, L. y LOPEZ GODOY, M. (1999): «Financiación de la Inversión Directa en el Exterior: la experiencia de la Compañía Española de Financiación al Desarrollo», *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, número (8) 2, páginas 63-82.
10. CHAMBERS, C.; CHAMBERS, P. E. y WHITEHEAD, J. C. (1993): «Environmental preservation and corporate involvement: Green products and debt-for-nature swaps», *Review of Business*, número (1) 5; páginas 17-21.
11. CLAWSON, P. (1988): *Debt equity swaps: Is this financing mechanism an opportunity or a trap?*, Directors and Boards (1/1), páginas 29-30.
12. CLINE, W. (1984): *International debt: Systemic risk and policy response*, Institute for International Economics», Washinton, D.C.
13. CODY, B. (1988): *Debt-for-nature swaps in developing countries*, CRS Report for Congress, Congressional Research service, Washintong, D. C.
14. DALY, H. E. (1989): *Economía ecología y ética*, Fondo de Cultura Económica, Méjico.
15. DEACON, R. T. y MURPHY, P. (1994): «The structure of an environmental transaction: The debt-for-nature swap», *Working Paper in Economics* (15-92). Universidad de California. Santa Bárbara.
16. DEACON, R. T. y MURPHY, P. (1998): «The structure of an environmental trasaction: the debt-for-nature-swap», *Land Economics*; número 73 (1), páginas 1-24.
17. DEVLIN, R. y FFENCH-DAVIS, R. (1994): «La gran crisis de endeudamiento: una década perdida de ajuste asimétrico», *Información Comercial Española*, números 732-733, páginas 109-130.
18. DURAN J. J. (1990): *Estrategia y evaluación de inversiones directas en el exterior*, Secretaría de Estado de Comercio. Madrid.
19. ELALI, W. (1995): «Debt-equity swaps and the alleviation of the LDGS debt problem», *International Journal of Commerce and Management*, número 5 (4), páginas 49-70.
20. FULLER, K. S. (1988): «Debt-for-nature swaps», *Environmental Science Tecnology*, número 23, páginas 31-34.
21. GARG-RAMESH, C. (1992): «Reducing Third World debt with Tailor-made swaps», *Bankers Magazine*, número (1/75), páginas 52-57.
22. GONZALEZ FERNANDEZ, S. (1994): *Permuta Financiera III: la deuda externa y los swaps deuda/capital*. En Díez de Castro y Mascareñas: *Ingeniería financiera*, McGraw-Hill Madrid, capítulo 15), páginas 365-377.
23. GOTTSCHO, C. (1988): «Debt-equity swap financing of Third World investment. Will the I.R.S. hinder U.S. swapper?», *Virginia Tax Review*, número (8/1), páginas 143-181.
24. HAMMOND, A. (1998): «Natural resources consumption: north and south», en CROCJKER, D. y LINDEN, T. (eds.), *The ethics of consumption: The good life, justice and global stewardship*, Oxford. Rowman y Littlefield.
25. HANSEN, S. (1988): «Debt-for-nature swaps: Overview and discussion of key issues», *Environment Department Working Paper* (1). World Bank, Washington, D.C.
26. HELPMAN, E. (1988): «The simple analysis of debt-equity swaps and debt forgiveness», *FMI. Working Paper* (88/30).
27. HELPMAN, E. (1989): «The simple analysis of debt-equity swaps», *American Economic Review*, número 79, páginas 440-451.



COLABORACIONES

28. KRUGMAN P. R. (1989): «Market-based debt-reduction schemes», en DOOLEY, M. (eds.) *Analytical issues in debt*, FMI, Washington.
29. KRUGMAN, P. R. (1985): «International debt strategies in an uncertain world», en GORDON, W. S. y CUDDINGTON, J. T. (eds.) *International debt an developing countries*, BIRD, Washington.
30. KRUGMAN, P. R. y OBSTFELD, M. (1994): *Economía Internacional. Teoría y Práctica*, McGraw Hill. Madrid.
31. LAYMAN, T. A. y KEARNEY, T. F. (1988): «Debt for equity: A solution of the LDC debt crisis?», *Journal of Commercial Bank Lending*, número 7/6, páginas 33-43.
32. MÄLER, K. G. (1990): *Sustainable development*, Stockholm School of Economics. Mineo.
33. MANZANARES, R. (1997): «Deuda y financiación externa de los países emergentes en 1996», *Boletín Económico del ICE*, número 2543, páginas 11-25
34. MARTINEZ CORTIÑA, R. (1990): «¿Es posible una vía específica y válida para que los países desarrollados cooperen con Iberoamérica?», *Desarrollo* (16).
35. MOHR, E. y THOMAS, J. P. (1998): «Pooling sovereign risks: The case of environmental treaties and international debt», *Journal of Development Economics*, número 55-1, páginas 173-190.
36. ORDUÑA DIEZ, P. (1996): «Política económica ecológica», *Información Comercial Española*, número 753, páginas 39-47.
37. OXFAM (1997): *Poor countries debt relief*, Oxfam International.
38. PEARCE, D.; MORAN, D. y ATKINSON, G. (1996): «Economía de la conservación de la biodiversidad», *Información Comercial Española* (751).
39. PEARCE, D. W. y WARFORD, J. J. (1992): *World without end: economics, environment and sustainable development*, Oxford University Press. Oxford.
40. PEUKER, A. (1990): «Debt for nature swaps», *Economics Values*, número 2, páginas 272-278.
41. PNUD (1998): *Informe sobre desarrollo humano 1998*, Naciones Unidas. Mundi Prensa Libros, S.A. Madrid.
42. PNUD (1999): *Informe sobre desarrollo humano 1999*, Naciones Unidas. Mundi Prensa Libros, S.A. Madrid.
43. REALLY, W. K. (1990): «Debt-for-nature swaps: The time has come», *International Environmental Affairs*, número (2)2, páginas 134-140.
44. RUBIN, S. (eds.) (1989): «Debt-equity swaps in the 1990's», volumen I. «Swaps under the Brady Umbrella», *The Economics Publication*. Londres.
45. RUBIN, S. M. y PHILLIPS, F. P. (1993): «Innovative financing achieves impossible dream: Debt-for-nature: Swap meet for the 90s», *Business Mexico*, número (3)1, páginas 46-47.
46. SCHADLER, S.; CARKOVIC, M.; BENNETT, A. y KOHN, R. (1993): *Recent experience with capital inflows*, Fondo Monetario Internacional Documento de trabajo ocasional (108). Whashington D.C.
47. TAMAMES, R. (1989): «Deuda externa y desarrollo: un problema de nuestro tiempo», *Revista de Política Exterior*, número (3) 10.
48. TOMAS CARPI, J. A. (1997): «Globalización económica y desarrollo sostenible: aportación a un debate», *Información Comercial Española*, número (761), páginas 125-143.
49. TUCKER, M. (1994): «A financial analysis of a proposed Madagascar debt-for-nature swap», *Journal of Multinational Financial Management*, número (4) 1-2; páginas 67-83.
50. UNITED STATES DEPARTEMENT OF TREASURY (1988): «treasury releas debt-for-nature study», *Treasury News*, abril, número 15.
51. VINOD, T. (1998): *Knowledge, finance and sustainable development*, 5th Conference on Environmentally Sustainable Development. World Bank.
52. VON MOLTKE, K. (1991): «Debt-for-nature swaps: The second generation», *Hastings International and Comparative Law Review* (14).
53. VON MOLTKE, K. y DELONG, P. J. (1990): «Negotiating in a global arena: debt-for-nature swaps», *Resolve, The Nature Conservation Foundation*, número 20.
54. WAGNER, R. B. (1990): «Doing more with debt-for-nature swaps», *International Environmental Affairs*, número (2)2, páginas 160-166.
55. WILLIAMSON, J. (1988): *Voluntary approaches to debt relief*, Institute for International Economics. Washington.
56. WORLD BANK (1999): *Global Development Finance 1998*.
57. WORLD COMMISSION ON ENVIRONMENT AND DEVELOPMENT WCED (1987): *Our Common Future*, Oxford. Oxford University Press. Oxford.
58. WRI —WORLD RESOURCES INSTITUTE— (1994): *World Resources, 1994-95*, Nueva York. Oxford University Press.



COLABORACIONES