

1.-

Con motivo de los acuerdos a que ha llegado el Gobierno con los Consejos Protectores de Tenedores de Bonos de nuestra deuda externa a largo plazo, mi estimado amigo don Guillermo del Pedregal, ha creído conveniente dar a la publicidad, en un folleto, el informe que presentó en junio del año pasado, relativo al desempeño de la Misión Financiera que S.E. el Presidente de la República envió a los EE. UU. de Norteamérica y que él presidió.

Esa publicación está precedida por una corta introducción en la cual se consignan algunos conceptos que hacen necesario algunas explicaciones de mi parte.

Como se trata de una cuestión complicada para quien no esté interiorizado en este problema quiero ante todo precisar algunos hechos.

Entre las materias que debía abordar la Misión presidida por el señor Del Pedregal figuraba la regularización del servicio de nuestra deuda externa. El hecho de aceptar encargarse de procurar solucionar este problema demuestra que consideraba necesario un arreglo sobre el particular. Sus críticas no se dirigen a la gestión misma que me ha correspondido realizar.

El convenio a que se ha llegado con los Consejos Protectores de Tenedores de Bonos importa abandonar el sistema de servicio de nuestra deuda externa que tuvo su origen en la ley N° 5580 y que consistía en destinar a ese fin cantidades variables ligadas a las rentas fiscales provenientes del salitre y del cobre, las cuales se aplicaban por mitades a servicio de intereses y a amortización por rescate.

Este aspecto fundamental del convenio a que se ha llegado con nuestros acreedores, tampoco puede merecer objeciones al señor Del Pedregal porque en el arreglo que él



propició como Presidente de la Misión "Financiera proponía destinar "una cantidad anual fija para el servicio de la deuda externa", "estabilizando el servicio, cualesquiera que sean las contingencias de los rendimientos futuros de los impuestos" y además "un tipo de interés fijo que se convendría de mutuo acuerdo" (pág. 44 del folleto).-

La fórmula alcanzada en las gestiones en que he intervenido sólo difiere de la propuesta por el señor Del Pedregal en que se conserva el valor nominal de los bonos, que él proponía "reducir en una proporción que se discutiría" y tal vez, en la cuantía del servicio anual, ya que en el nuevo plan convenido se llegará a una cifra de US \$ 8.000.000.- anuales y el señor Del Pedregal en su oferta sugirió de 6,5 a 7 millones de dólares anuales (págs. 41 y 44 del folleto), y digo tal vez, porque como suele ocurrir en negociaciones de esta índole es corriente verse en la necesidad de mejorar el primer ofrecimiento.

Debo todavía, dejar establecido que, pactada la amortización por compra bajo la par o por sorteo a la par, como lo establece el nuevo plan y como también lo propiciaba el señor Del Pedregal, la cotización de los bonos, o sea su valor comercial que será aquel al cual se comprarán para los efectos del rescate, depende del tipo de interés y del plazo de amortización, o sea del servicio anual. Como éste es muy semejante en la fórmula que propició el señor Del Pedregal y en la del convenio a que se ha llegado, el valor comercial de los bonos que se emitirían con uno y otro de estos planes debería ser parecido. El valor nominal del bono sólo viene a tener importancia en el último período del préstamo y luego su influencia en el desarrollo mismo de toda la operación tiene un valor muchísimo menor que la que podría imaginar un profano en estas materias.



Así, por ejemplo, un cálculo de probabilidades del período de amortización total de nuestra deuda externa de acuerdo con el nuevo plan propuesto por el Gobierno sería de 36 años, con un servicio anual máximo del orden de US \$ 8.000.000.- anuales. Si el capital de la deuda se hubiese disminuido en un 55% y se hubiese pactado un interés de 4% y 1% de amortización para los nuevos bonos, lo que representaría un servicio de US \$ 7.000.000.- anuales, y sobre análogas suposiciones, que en el ejemplo anterior, la deuda se extinguiría en años.

Hechas estas aclaraciones entro directamente a ocuparme de los conceptos vertidos por el señor Del Pedregal en la introducción de su folleto.

Afirma que la fórmula convenida por el Gobierno con los Consejos Protectores de Tenedores de Bonos es excesivamente onerosa para los intereses del país, ya que el rescate de la deuda se hace hoy día al 20% del capital nominal y subirá con la nueva tasa de interés (3%) a cerca de 60%, diferencia que aplicada a US \$ 250.000.000.- nominales a que alcanza la deuda externa en la actualidad, significa un mayor desembolso para el país, por concepto de amortización, de cerca de US \$ 100.000.000.-

De acuerdo con las consideraciones previas que he hecho, la diferencia de servicio anual entre el plan del Gobierno y la primera de las formulas propiciadas por el señor Del Pedregal consistiría, prácticamente, en una cantidad del orden de US \$ 1.000.000.- en el mejor de los casos, y con un período de amortización ligeramente inferior. Como debo suponer que él no considera gravosa para la economía nacional la fórmula que propició, estoy cierto que nadie puede estimar, con justicia, que aquella diferencia justifique la calificación del convenio del Gobierno como "excesivamente gravoso".



En cuanto a la argumentación misma que emplea para llegar a esa conclusión, ella es el fruto de una paralogización. Suponiendo la situación más favorable posible, o sea, que continuara vigente el sistema actual y fijos los recursos que se destinarían al servicio de la deuda externa, como consecuencia de ese mecanismo el tipo de interés iría subiendo al disminuir el monto total de los bonos en circulación y, en consecuencia, aumentaría su cotización. No se mantendría la de 20%, sino que ésta subiría paulatinamente, alcanzaría la de 60% y llegaría después de un tiempo a la par, o sea al 100%.

Por otra parte ha olvidado, también, que dentro del plan convenido por el Gobierno durante los primeros seis años de su aplicación el interés será variable, comenzando por 1 1/2% hasta llegar a 3%, lo cual permite esperar que sólo en ese período se amorticen, más o menos, US \$ 50.000.000. En consecuencia, es un grave error afirmar que el nuevo plan, significa, aún en el supuesto de que se mantuviera el sistema actual, un mayor desembolso en relación con él, por concepto de amortización, de cerca de US \$ 100.000.000.- Para determinar el verdadero monto de esa diferencia es necesario hacer un cálculo muchísimo más complicado que el muy simple que ha hecho mi estimado amigo y que, repito, dada la capacidad del señor Del Pedregal, sólo puede ser el fruto de una paralogización.

Por otra parte, en la primera fórmula propuesta por él, Chile debía destinar una cantidad anual fija para el servicio de la deuda externa, cantidad que en un primer ofrecimiento hizo subir hasta US \$ 7.000.000.- (pág. 41). Según informaciones fidedignas la idea que él tuvo en vista fué establecer para los nuevos bonos un servicio de 4% de interés y 1% de amortización acumulativa, lo que conduce, sobre la base del servicio



anual señalado, a que el capital actual de los bonos habría debido reducirse, más o menos, a un 55%. Entonces, de acuerdo con esa fórmula del señor Del Pedregal, el monto nominal de los nuevos bonos alcanzaría a \$ 140.000.000.- Siendo esos bonos del 4% es de pensar que su cotización sería del orden de 80% y, luego, que el valor comercial inicial de esa nueva emisión sería de US \$ 112.000.000.-, cifra considerablemente superior a los US \$ 50.000.000.- que hoy representa la cotización de la actual deuda. Esto también permite afirmar que la implantación de la fórmula del señor Del Pedregal habría determinado un alza violenta del actual precio de los bonos por sobre el doble de su cotización actual, cosa que los hechos han demostrado que no ha ocurrido con el plan del Gobierno, lo que es lógico ya que el interés para este año sería sólo de 1 1/2% contra 1% que ha sido en el año último, para un mismo valor nominal de la deuda.

Todos estos antecedentes demuestran en forma bien concluyente que no está en lo justo el señor Del Pedregal cuando califica de excesivamente oneroso para los intereses del país el convenio que patrocina el Gobierno.

Afirma en segundo lugar que la fórmula convenida es injusta pues no beneficia a los primitivos tenedores de bonos que desembolsaron, efectivamente, el 100% de su valor nominal, sino que a los actuales, que los han comprado a una cotización entre el 10 y 20% del mismo. Este argumento rezaría, también, con la fórmula patrocinada por él ya que, también ella, daría lugar a una valorización inmediata de los bonos superior, en los primeros años, a la del plan aprobado, como ya lo he demostrado. En realidad, ni la fórmula del Gobierno ni la patrocinada por el señor Del Pedregal, son susceptibles de esta crítica porque lo que le interesa al Gobierno de Chile es dar satisfacción, hasta donde sea posible, al



compromiso de honor que para un país serio representa el servicio de las obligaciones que ha emitido, y además, evitar los inconvenientes que derivan para su crédito de las críticas y protestas de quienes las poseen, encaminadas a obtener un mejoramiento de su servicio y de su cotización. Todo esto, aparte de que existen antecedentes de que no es efectivo que todos los bonos hayan sido objeto de transacciones.

Considera, también, el señor Del Pedregal que la fórmula convenida es peligrosa pues durante la discusión del proyecto en el Congreso Chileno se facilitarán <sup>de</sup> toda clase/especulaciones bursátiles con los bonos de nuestra deuda externa. No me explico esta objeción, ya que él propuso otra fórmula que, también, requería de una ley y que iba a producir, en el primer momento, una valorización de los bonos mucho más brusca que la que originará el proyecto del Gobierno.

Por lo demás, debo recordar que durante todo el tiempo que duró la tramitación de esta negociación, cuidé que se llevara con la mayor reserva y en ese período no se produjeron fluctuaciones especulativas de los bonos y que anunciado el arreglo ha habido un escasísimo movimiento de estos valores y su cotización no ha sufrido alteraciones dignas de ser consideradas.

Finalmente expresa el señor Del Pedregal que si el convenio con los Consejos Protectores de Tenedores de Bonos es el resultado de las exigencias del Banco Internacional, como parece deducirse por las fechas en que fueron firmados y por los antecedentes que se dan a conocer en su informe, la solución alcanzada es aún más inaceptable. Este punto merece un examen más detenido el cual haré basándome en el propio informe del señor Del Pedregal, que fué el antecedente principal que me determinó a abordar de inmedia-



to este problema y que me orientó en la tramitación del convenio a que se ha llegado.

La circunstancia de no haber tenido intervención ninguna en las diversas gestiones que realizó la Misión Financiera ni tampoco en los acontecimientos de nuestra vida pública que fueron objeto de discusión durante el desarrollo de aquellas, me colocaba en condiciones de juzgar con absoluta serenidad y en forma imparcial los hechos y las situaciones a que se hace referencia en el informe de los señores Del Pedregal y Levine y las distintas opiniones y diferentes puntos de vista que consigna.

Del informe, a mi juicio, se desprende de manera inequívoca, pese a las apreciaciones personales de sus autores que me merecen la más alta consideración, que las incidencias derivadas de la forma como Chile ha estado sirviendo su deuda externa a largo plazo le ocasionan al país graves perjuicios. Por lo demás, a esta misma conclusión se llega por todas las otras fuentes de información de que el Gobierno dispone.

Es así como, no obstante que, según ese informe la actitud del Consejo Protector de Tened. de Bonos me/es injusta y sin la importancia que algunos le atribuyen, reconoce que: "los incidentes continuos que originan las protestas del Consejo Protector de Tenedores de Bonos da motivo a ciertos círculos para crear grandes problemas sobre la base de apreciaciones injustas ..... " (pag. 40 del folleto.)

Deja, también, constancia de la trascendencia que el Banco Internacional atribuye a la regularización del servicio de nuestra deuda externa y cree ver en ello la influencia del Consejo Protector de Tenedores de Bonos, lo que ya de por sí, revelaría que éste ejercería una acción no tan sin importancia sino que digna de ser considerada. Por mi parte, contrariamente a las apreciaciones del señor Del Pedregal, estimo perfectamente explicable y lógica la posición del Banco Internacional



en relación con el problema de nuestra deuda pública, dada la política que, según deja constancia el propio informe, éste - está desarrollando para procurarse recursos para atender sus objetivos de hacer préstamos de fomento y reconstrucción. En efecto, él anota: "sólo nominalmente su capital es de ocho - mil millones de dólares, ya que sólo una pequeña parte de las cuotas de los países adherentes son pagadas en oro y en consecuencia, estaba el Banco obligado a recurrir al mercado inversionista para colocar bonos de la institución" (pág. 21 del - folleto).

Debo añadir que, según mis propias informaciones, que me fueron confirmadas por el señor Mc Cloy, este regimen de financiamiento del Banco obedece a la orientación bien precisa de utilizar el capital privado de los EE.UU. con fines de fomento y reconstrucción. Con la experiencia adquirida en la crisis de 1928, de lo peligrosos que resultaban los empréstitos que los distintos países colocaban directamente en los mercados extranjeros, porque no siempre se hacía un uso adecuado de ellos y que algunas veces no guardaban relación con sus posibilidades de pago, lo que el Banco busca es servir de intermediario para mantener un regimen similar que evite - los inconvenientes anotados a través del control que él ejercitará sobre el destino por darse y que efectivamente se dé a - los recursos que cada país obtenga, cuidando, también, de que la capacidad del país respectivo sea suficiente para servir estos empréstitos.

Con estos antecedentes y ante esa realidad es de toda evidencia que si el Banco debe colocar sus propios bonos en los mismos mercados en que los de Chile son objeto de - duras críticas, no es inusitado que pueda pensarse que resultaría contraproducente hacerle préstamos a nuestro país sin el - temor de que el Banco perjudicara su propio crédito.



Por muy justos y bien fundados que sean los razonamientos del señor Del Pedregal, en cuanto a las primitivas finalidades de los Acuerdos de Bretton Woods, ante la cuestión de hecho a que me estoy refiriendo ellos pierden su valor práctico.

En las conclusiones del informe (pág. 46 del folleto) se expresa textualmente: "La conclusión de mayor importancia que la Misión desea destacar, como resultado de sus estudios y conversaciones en los EE.UU., es la de que el país debe, en los próximos tres o cuatro años, en que las perspectivas generales de su balanza de pagos son muy favorables por el auge de las exportaciones de cobre y salitre, realizar el máximo esfuerzo para intensificar la acción encaminada a industrializar y diversificar su economía, como un medio de prepararse para evitar, hasta donde esto sea posible, las consecuencias que puedan derivarse, por repercusión de dificultades económicas y financieras de carácter mundial. Para este fin es de la máxima conveniencia destinar la mayor proporción de divisas que sea posible a la adquisición en el exterior de los equipos y maquinarias y demás bienes de producción indispensables para todo plan de desarrollo industrial. En igual forma, es de la mayor urgencia aprovechar todas las posibilidades de créditos externos de que el país puede disponer, cualquiera que sea su origen, para destinarlos al cumplimiento del propósito indicado".

Como coincido ampliamente en que se necesita aprovechar estos años para ese objeto, me parecía que para que tal cosa pudiese ser realidad resultaba evidente que debíamos colocarnos de inmediato en condiciones de poder obtener, durante ese período, los recursos necesarios para convertir en realidades tan razonables previsiones.

Si el problema de la deuda externa era un obstáculo para ello lo lógico era resolverlo, aparte de las razones fundamentales de orden moral que aconsejaban no prolongar



la situación existente sobre el particular.

El procedimiento de iniciar una campaña o gestiones para hacer cambiar la línea escogida por el Banco Internacional para procurarse los recursos que necesita para llenar sus finalidades, mediante la colocación de bonos en el mercado privado de los EE.UU., o de formar nuevos Consejos de Tenedores de Bonos con quienes tratar el problema de nuestra deuda externa, después que el Banco hubiese otorgado créditos, - procedimiento que también recomienda el informe (pág. 52 del folleto), - nos expondría, a mi juicio, a dejar sin aprovechar este período de los tres o cuatro años inmediatos que con tanta previsión y justicia el señor Del Pedregal recomienda aprovechar para industrializar al país.

Si por otra parte, se examinan con criterio realista y con frialdad las ideas propuestas por el señor Del Pedregal para llegar a un arreglo del servicio de nuestra deuda externa a largo plazo, es fácil comprobar que ellas no distaban de las propugnadas por el Consejo Protector de Tenedores de Bonos en términos que no permitiesen pensar que era fácil encontrar un terreno de entendimiento. La discrepancia fundamental era la disminución del capital de la deuda. Si se le analiza a la luz de los resultados matemáticos ella es más teórica que real si había acuerdo para efectuar la amortización por compra y si no había una diferencia apreciable en el monto total del servicio anual, como ocurría en el hecho. Además, no parecía necesario pedir un pronunciamiento sobre la reducción del capital si conjuntamente se ofrecía buscar un "modus vivendi transitorio mientras las condiciones económicas generales del país permitan a Chile aceptar un arreglo sobre la base de los principios generales que el Consejo desea ver aplicados" (pág. 45 del folleto). A esta finalidad señalada por el propio señor Del Pedregal tendieron mis gestiones: buscar una -



fórmula que mediante un período transitorio nos permitiera llegar al definitivo con un servicio anual moderado y semejante al que ofreció desde el primer momento el señor Del Pedregal y que, aceptada su idea de la rebaja del capital, seguramente se habría visto en la necesidad de mejorar. Es una fórmula de esa naturaleza la que se ha logrado alcanzar en las gestiones en que me ha correspondido actuar.

La fórmula alcanzada nos exige durante ese período de tres o cuatro años inmediatos, que con justicia preocupaba al señor Del Pedregal, un sacrificio, por concepto de ~~servicio~~ <sup>servicio</sup> anual, que se diferencia apreciablemente del que él ofreció desde el primer momento y que, en consecuencia, se pueda considerar que no podamos sobrellevar; nos quita de encima las perjudiciales críticas del Consejo Protector de Tenedores de Bonos y, finalmente, nos abre las puertas del crédito del Banco Internacional para poder aprovecharlo en esos tres o cuatro años inmediatos sin exponernos a que ellos transcurran mientras nosotros nos ocupamos de lograr que el Banco cambie su política de financiamiento de los recursos que necesita para llenar sus funciones.

Estoy cierto que los antecedentes que dejo expuestos justifican sobradamente mi afirmación de que fué el informe de los señores Del Pedregal y Levine el antecedente que me indujo a abordar de inmediato el problema de nuestra deuda externa y que me guió en su solución. Todavía más, abrigó la esperanza que cuando el tiempo extinga los impulsos combativos que lógicamente han debido dejar en el temperamento batallador y apasionado de mi estimado amigo, Guillermo Del Pedregal, las discusiones que mantuvo con brillo y talento durante su misión en EE.UU. en defensa de los intereses de su patria, tendrá que reconocer que la fórmula de solución a que se ha llegado en relación con nuestra deuda externa no es sino el término de la obra iniciada por la Misión que él presidiera y que, noblemente hará un poco de justicia a los que hemos debido continuarla.