

**FACULTAD LATINOAMERICANA DE CIENCIAS SOCIALES
FLACSO, SEDE ECUADOR**

**PROGRAMA DE MAESTRIA EN ECONOMIA
1993-1995**

**LOS MECANISMOS DE CONVERSION DE LA
DEUDA EXTERNA ECUATORIANA A TRAVES
DEL MERCADO SECUNDARIO
1987-1993**

**Autora:
Adela González J.**

Quito, Junio de 1995

**FACULTAD LATINOAMERICANA DE CIENCIAS SOCIALES
FLACSO, SEDE ECUADOR**

**PROGRAMA DE MAESTRIA EN ECONOMIA
1993-1995**

**LOS MECANISMOS DE CONVERSION DE LA
DEUDA EXTERNA ECUATORIANA A TRAVES
DEL MERCADO SECUNDARIO
1987-1993**

Autora:

Adela González J.

Director de Tesls:

Stephen D. Younger

Asesor de Tesls:

Joseph Vogel

Quito, Junio de 1995

INDICE

	Pág. No.
INTRODUCCION	1
I ARGUMENTOS TEORICOS	5
CONSIDERACIONES GENERALES	6
Reducción de la Deuda y su Servicio	6
Impacto en la Inversión Extrajera	8
Repatriación de capitales	9
Efectos Fiscales	9
Efectos Monetarios	10
CONSIDERACIONES NUMERICAS	10
Tipos de Transacciones	12
Recompras externamente financiadas	15
Intercambios de deuda	19
Recompras financiadas internamente	23
Intercambios de deuda por acciones	27
-BENEFICIOS DESDE EL PUNTO DE VISTA DEL PAIS DEUDOR	30
-IMPACTO EN EL MERCADO SECUNDARIO	31
-CANJES DE DEUDA POR NATURALEZA Y PARA FINES SOCIALES	32
II DESCRIPCION DE LOS MECANISMOS DE DEUDA APLICADOS EN EL ECUADOR	36
-Mecanismo de Conversión de Deuda para compensación de pasivos	36
-Mecanismo de Conversión de Deuda para Capitalización de empresas	38
-Mecanismo de Conversión de Deuda para Financiar Proyecto Sociales y del Medio Ambiente	41
-Reapertura del Mecanismo de Conversión para Fines Sociales y del Medio Ambiente	43
Análisis Comparativo con la experiencia de otros países	44
III EVIDENCIA EMPIRICA: EFECTOS DE LOS CANJES DE DEUDA APLICADOS EN EL ECUADOR	46
-Evolución de la Deuda Externa Ecuatoriana el período de análisis	48
-Efectos en el Mercado Secundario	49
IMPACTOS FISCALES	54
IMPACTOS MONETARIOS	58
IV CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	67
BIBLIOGRAFIA	76

ANEXOS

Anexo No. 1	Regulación JM-408-87 (Resumen)	71
Anexo No. 2	Regulación JM-637-89 (Resumen)	72
Anexo No. 3	Regulación JM-637-89 (Resumen)	75

CUADROS

No. 1	Efectos de diversos programas de recompra de deuda externa	14
No. 2	Efectos de una recompra hipotética financiada externamente	18
No. 3	Efectos de un intercambio hipotético de deuda nueva por deuda antigua	21
No. 4	Efectos de una recompra de deuda externa, financiada internamente	26
No. 5	Operaciones de conversión de deuda externa efectuadas por el BCE	37
No. 6	Movimiento de la deuda externa	48
No. 7	Precio de los pagarés de la deuda externa ecuatoriana en el Mdo. Sec.	50
No. 8	Valor Presente Neto y precios de la deuda en el Mdo. Secundario	51
No. 9	Resultados Regresión (Variable Dep. M1)	63
No.10	Resultados Regresión (Variable Dep. M2)	64
No.11	Impactos monetarios de los canjes de deuda para programas sociales y ambientales	66

GRAFICOS

No. 1	La Curva de Laffer de la deuda	23
No. 2	V.P.N. y Precios de la deuda en el mercado secundario	52

III. EVIDENCIA EMPÍRICA: EFECTOS DE LOS CANJES DE DEUDA EXTERNA EN EL ECUADOR

En el marco de los ejercicios numéricos planteados en el marco teórico del presente trabajo, se puede establecer que cuando el mecanismo funcionó para capitalización de empresas y compensación de pasivos con el BCE, podríamos ubicarnos en el contexto del ejercicio que se refiere a recompras financiadas internamente. Como se vio en el ejercicio planteado, este tipo de recompras orienta la mayor parte del beneficio a los acreedores. Inclusive en el caso de las operaciones de conversión financiadas a través de donaciones externas, se puede considerar como recursos internos, dado que tales recursos pudieron haber sido directamente donados al país para financiar los proyectos sociales y ambientales que se quería beneficiar.

En este sentido, en el caso concreto de las conversiones de deuda para compensación de pasivos y para capitalización de empresas se invirtieron recursos internos privados por aproximadamente US\$ 165.4 millones para reducir US\$ 472.5 millones de deuda externa nominal³³.

En lo que tiene que ver con las operaciones de conversión para financiar proyectos sociales y ambientales, se estima que se requirieron aproximadamente US\$ 43.1 millones para reducir US\$ 153.9 millones de deuda nominal³⁴.

33. Estimando un valor promedio de la deuda externa ecuatoriana en el mercado secundario, con un descuento de alrededor del 65% de su valor nominal, de acuerdo a cotizaciones publicadas por revista especializadas.

34. Se estima un descuento promedio para el período de alrededor de 28%.

La deuda externa privada y asumida por el BCE, de acuerdo a los términos del Convenio de Consolidación suscrito con la banca acreedora internacional en 1986, debía comenzar a ser amortizada en 1988. De manera que se produjo un prepago de las mencionadas obligaciones en un momento en que al país se le cerraron las puertas del financiamiento internacional, como producto de la crisis de la deuda declarada a mediados de 1982 y de una crítica situación del sector externo de la economía.

En abril de 1987, dada la difícil situación económica por la que atravesaba el país, el gobierno ecuatoriano unilateralmente decidió suspender el servicio de la deuda externa. En este marco conviene preguntarse, que porcentaje de los recursos invertidos en operaciones de conversión hubieran ido a parar a manos de nuestros acreedores externos. Con la suspensión de los pagos por servicio de la deuda asumida por el gobierno ecuatoriano, la "apropiabilidad" a la que se refiere Krugman, obviamente es prácticamente nula.

Consecuentemente, los montos recuperados por los bancos acreedores a través del mercado secundario (más de US\$ 200 millones), constituyeron, para los acreedores, ingresos que, dadas las condiciones desfavorables de la economía ecuatoriana, no habrían recuperado. Cabe destacar, que durante el período de aplicación de los programas de conversión, el Ecuador no había suscrito ningún convenio de refinanciamiento con la banca privada internacional que le presionara para la aplicación de un programa de canje.

Del lado de los deudores, hay dos actores: por un lado el BCE, como deudor oficial, representando al estado ecuatoriano y los sectores empresarial y financiero, por otro.

El mecanismo de sucretización de la deuda externa privada fue un proceso por el cual la deuda expresada en dólares o en otras monedas del sector privado fue asumida por el BCE a cambio de transformarla en activos en moneda nacional que se los llamó "créditos de estabilización", bajo ciertas condiciones establecidas por la Junta Monetaria. La deuda externa asumida obviamente debía ser servida por el BCE en las condiciones establecidas en el convenio de refinanciamiento conocido como de consolidación.

De este modo, el Estado, representado por el BCE, absorbió una parte considerable del costo del endeudamiento privado, primero al asumir una parte significativa de las pérdidas cambiarias ocasionadas por el acelerado proceso devaluatorio y segundo, al conceder créditos de estabilización a tasas de interés por debajo de las vigentes en el mercado³⁵.

Evolución de la deuda externa ecuatoriana en el período de análisis.

Como se puede observar en el cuadro No. 6 las operaciones de conversión de deuda realizadas, si bien redujeron la deuda comercial en US\$ 626.5 millones, no es menos cierto que el saldo global de la deuda más bien se incrementó, debido fundamentalmente al crecimiento del endeudamiento con Organismos Multilaterales. Así mismo vale la pena destacar a partir de 1987, la acumulación de atrasos en el servicio de la deuda con los bancos comerciales.

Cuadro No. 6
Movimiento de la deuda externa

Año	Saldo inicial	Desembolsos	Amortizaciones	Intereses	Ajustes cambiarios	Saldo final	Atrasos 1/.	Saldo final + atrasos
1986	8.110,7	3.101,1	2.285,4	762,5	135,7	9.062,7	0	9.062,7
1987	9.062,7	1.783,7	1.285,7	321,5	297,6	9.838,3	461,9	10.320,2
1988	9.838,3	1.923,7	1.891,6	471,9	-140,4	9.750,0	831,0	10.581,0
1989	9.750,0	1.686,1	1.315,5	532,6	-43,9	10.076,7	1.245,7	11.322,4
1990	10.076,7	833,1	889,9	630,5	278,2	10.298,1	1.557,6	11.855,7
1991	10.298,1	781,5	798,2	498,9	85,9	10.367,3	1.903,7	12.271,0
1992	10.367,3	950,4	1.147,0	532,7	-92,0	10.078,7	2.043,5	12.122,2
1993	10.078,7	1.004,2	731,9	333,3	82,0	10.433	2.372,9	12.805,9

1/. Corresponde a atrasos de intereses, no considera intereses sobre intereses.

Fuente: Información Estadística BCE

Elaboración: Autora

35. Younger, Steven, *The Economic Impact of a Foreign Debt Bailout for Private Firms in Ecuador*. Journal of Development Studies, No. 3, 1993.

Efectos en el Mercado Secundario

Respecto al comportamiento de los precios de la deuda externa ecuatoriana en el mercado secundario, no se observa una influencia significativa en el descuento como consecuencia de las operaciones de conversión realizadas. Más bien los determinantes de las fluctuaciones en los precios de la deuda parecen corresponder a la evolución de la economía del país, es decir, a factores económicos que entrañen el nivel de riesgo en el cumplimiento de las obligaciones.

Así, se advierte que acontecimientos coyunturales que resultaron determinantes en la evolución de la economía ecuatoriana, como el terremoto de 1987 que produjo la suspensión de las exportaciones petroleras entre marzo y noviembre del mismo año, hecho que evidentemente contribuyó al deterioro de la economía ecuatoriana, influyó severamente en el comportamiento de los precios de la deuda ecuatoriana en el mercado secundarios, bajando a niveles inferiores al 15 % por algún período, tal como se puede observar en el Cuadro No. 7.

Tampoco se establece una relación que refleje en forma racional el valor presente de la deuda, con la fluctuación de los precios de la deuda en el mercado. Todos estos aspectos confirman el criterio de Robert J. Shiller³⁶, en cuanto se refiere a la volatilidad de los precios de los papeles en los mercados, al efecto "rebaño" que se refleja en el comportamiento de los acreedores ante factores que afecten las expectativas reales de pago en el futuro.

36. Ver Shiller, Robert J., *Do Stock Prices Move Too Much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends?* Artículo, 1981.

CUADRO No. 7

**PRECIO DE LOS PAGARES DE LA DEUDA EXTERNA ECUATORIANA
EN EL MERCADO SECUNDARIO (%)**

FECHA PROMEDIO		FECHA PROMEDIO		FECHA PROMEDIO	
1987		1988		1989	
Feb 20	85.00	Ene 20	36.00	Ene 19	13.00
Mar 9	85.00	Feb 17	34.75	Feb 16	13.00
Abr 20	58.50	Mar 16	32.50	Mar 30	10.50
May 18	53.50	Abr 15	31.50	Abr 27	13.00
Jun 1	52.00	May 26	28.25	May 25	12.75
Jun 29	49.50	Jun 23	26.00	Jun 22	12.50
Jul 27	46.00	Jul 21	26.50	Jul 20	15.00
Ago 24	37.00	Ago 18	24.00	Ago 31	16.50
Spt 21	33.75	Spt 30	19.00	Spt 28	16.50
Oct 19	32.00	Oct 27	15.00	Oct 26	17.25
Nov 16	34.00	Nov 23	13.00	Nov 23	14.50
Dic 31	37.25	Dic 22	13.00	Dic 21	14.50
1990		1991		1992*	
Ene 18	15.50	Ene 15	15.13	Ene	23.00
Feb 15	15.50	Feb 14	21.50	Feb	24.00
Mar 29	15.50	Mar 28	26.25	Mar	23.50
Abr 16	13.00	Abr 29	26.75	Abr	22.30
May 15	16.50	May 31	24.50	May	22.10
Jun 29	16.50	Jun 15	23.75	Jun	26.20
Jul 16	16.50	Jul 15	23.75	Jul	31.50
Ago 30	16.00	Ago 30	24.25	Ago	33.00
Spt 18	15.63	Spt 30	26.50	Spt	32.30
Oct 15	17.88	Oct 31	24.00	Oct	26.70
Nov 15	19.63	Nov 30	22.00	Nov	26.00
Dic 18	20.13	Dic 31	23.00	Dic	25.50

FUENTE: "ANZ BANK SECONDARY MARKET PRICE REPORT"

* Salomon Bros

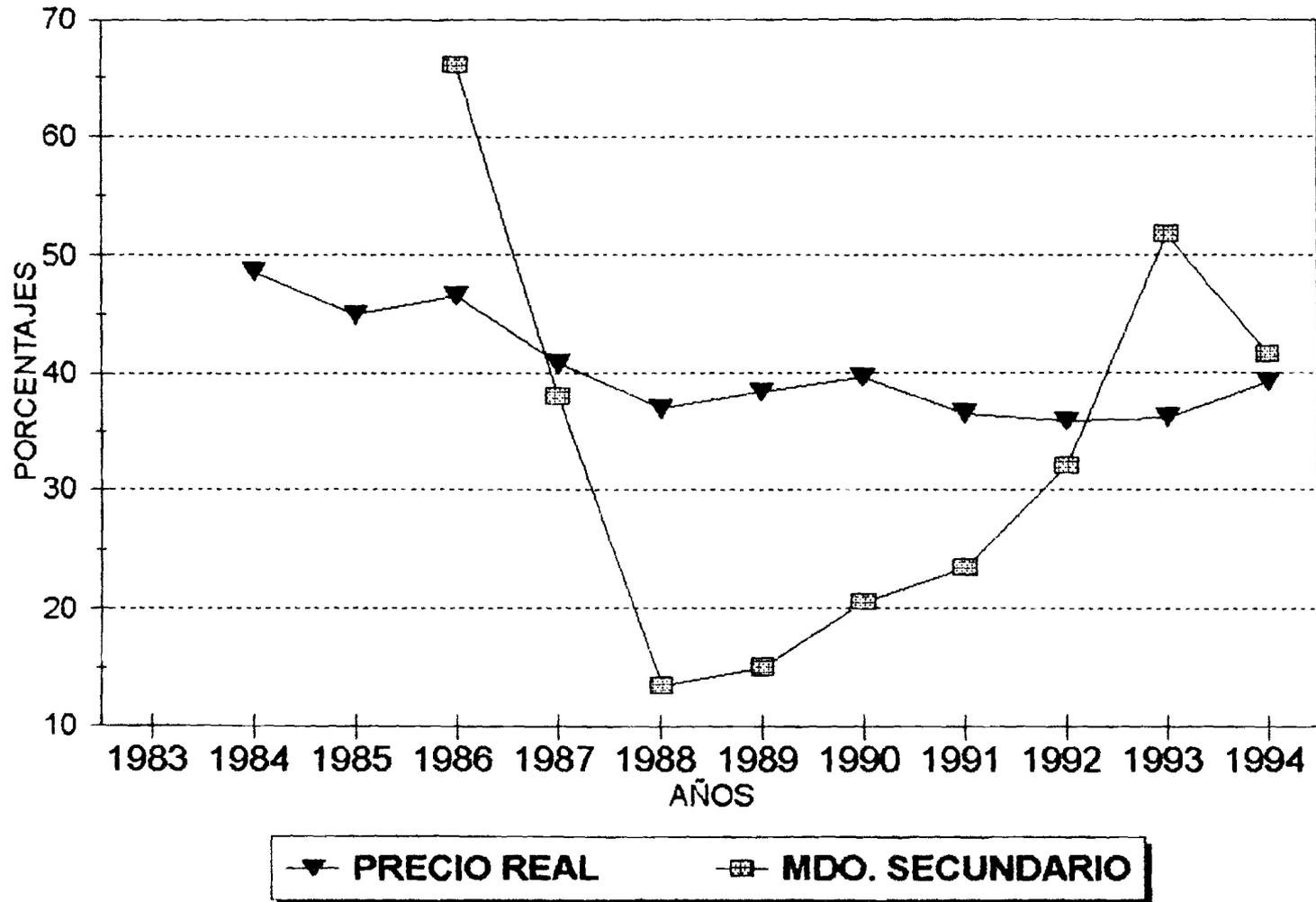
CUADRO NO. 8
VALOR PRESENTE NETO Y PRECIOS DE LA DEUDA EXTERNA ECUATORIANA
EN EL MERCADO SECUNDARIO

SALDO AL	VALOR	DESEMB.	AMORTIZ.	INTERESES PAGADOS	AJUSTES	FLUJO NETO	TASA BONOS L.P. USA	VPN	(%) PRECIO REAL	(%) PRECIO MDO. SEC.
1-1-83	4846.3	1982.4	1693.8	620.3	-7.2	224.6	11.1	2469.1167		
1-1-84	6227.6	1339.6	1366.8	771.7	-33.3	764.7	12.6	2641.9061	48.82	
1-1-85	6177.9	1344.9	1161.7	646.6	-2.2	461.2	10.6	2326.0993	44.92	
1-1-86	6388.9	2121.4	1838.0	647.7	26.0	290.3	7.7	2503.331	46.63	88.0
1-1-87	5678.4	767.0	842.7	117.6	134.8	338.1	8.4	2313.8608	40.76	38.0
1-1-88	6727.6	803.1	1016.7	86.1	-68.9	247.8	9.9	2113.6289	36.98	13.6
1-1-89	6482.9	726.7	683.0	166.3	-28.8	94.4	8.6	2094.3133	38.34	16.0
1-1-90	6476.1	84.1	184.7	272.2	64.7	427.6	8.6	2168.9233	39.61	26.6
1-1-91	6428.3	241.3	248.0	204.1	30.7	241.6	7.9	1982.0348	36.61	23.6
1-1-92	6463.4	286.8	480.2	133.0	-68.6	276.8	7.0	1866.9453	36.88	32.0
1-1-93	6209.4	624.7	267.6	64.3	26.0	-187.9	6.8	1883.2443	36.16	61.8
1-1-94	6601.6	1493.6	1089.4	489.7	62.4	148.8	6.4	2158.6397	39.20	41.6
1-1-96						2283.2				

FUENTE: BANCO CENTRAL DEL ECUADOR

ELABORACION: AUTORA

GRAFICO No. 2
V. P. N. Y PRECIOS DE LA DEUDA
EN EL MERCADO SECUNDARIO



Para ilustrar este criterio se ha procedido a calcular en el cuadro No. 8 el valor presente del flujo de pagos realizados a los bancos comerciales durante el período 1983-1994, tomando como referencia para el cálculo, el flujo neto de capitales y como tasa de descuento, el rendimiento promedio de los bonos del estado (USA) a largo plazo, para cada año. El resultado ha sido comparado con los precios de la deuda en el mercado secundario a fines de cada año, observándose una notable diferencia entre ambos índices, como se puede apreciar en el gráfico No. 2. La evolución de los precios en el mercado secundario, efectivamente, no responde al comportamiento racional del mercado sino a las expectativas de riesgo de pago de los compromisos externos, a la evolución de la economía y a todos los aspectos que afecten su normal comportamiento.

El mecanismo de conversión de deuda para financiar proyectos sociales y de medio ambiente, que aparentemente debía generar ganancias al BCE toda vez que esta institución compartía parte del descuento que ofrecían los mercados secundarios, constituyó otra fuente de pérdidas para el BCE. Como contrapartida de los títulos de deuda externa ecuatoriana rescatados en el mercado secundario, el BCE entregó bonos de estabilización de largo plazo cuyo costo financiero resultó ser muy superior a la "utilidad" percibida a través del descuento como consecuencia de las altas tasas de interés en el mercado doméstico. Esta situación incrementó el déficit cuasifiscal, el mismo que crecía cada vez más al haber asumido el BCE obligaciones que le correspondían al Gobierno Nacional.

En cuanto se refiere a los resultados en el campo social y los beneficios logrados en la protección del medio ambiente, resulta casi imposible una evaluación consistente y valedera, dado que los proyectos realizados, no respondieron a una planificación coherente y mucho menos global en términos de objetivos concretos en los sectores sociales y del medio ambiente, se trató más bien de proyectos aislados para diferentes conceptos, lo cual hace más difícil emitir una opinión responsable sobre sus efectos. No obstante, tampoco se puede juzgar como inconveniente y mucho menos negativo el hecho de realizar inversiones en ambos sectores, considerados prioritarios y que exigen un tratamiento preferencial en materia de inversión, tomando en cuenta los graves problemas sociales que

implican el incremento alarmante del nivel de pobreza y el cada vez más evidente problema distributivo.

IMPACTOS FISCALES

CONVERSIÓN DE DEUDA PARA COMPENSACIÓN DE PASIVOS

La reducción de las cuentas patrimoniales del BCE ocasionadas por la conversión de deuda para compensación de pasivos, constituyó evidentemente una de las fuentes que originaron el creciente déficit cuasifiscal del Instituto Emisor. En este, caso se podría establecer una analogía con los programas de conversión ejecutados en otros países de la región bajo la modalidad de privatización de empresas públicas. En el caso ecuatoriano, se produjo la descapitalización del BCE para financiar proyectos sociales y del medio ambiente.

Las operaciones de conversión de deuda externa (a través del mercado secundario) para compensación de pasivos registraron los siguientes montos:

1986	US\$ 47.226.902.55
1987	US\$ 89.713.093.01
1988	US\$ 251.169.229,43

Los títulos de la deuda por los montos descritos fueron redimidos por el BCE para compensación de pasivos por el valor nominal de dichos papeles. Los precios promedios anuales de los títulos de la deuda externa ecuatoriana en el mercado secundario (para la demanda) se cotizaban a los siguientes porcentajes³⁷:

1986	66,37%
1987	45,93%
1988	25,84%

37. Corresponde a pagarés del acuerdo de refinanciamiento multianual suscrito en 1985.

Tomando en cuenta la imposibilidad de llegar a obtener cifras precisas, entre otras razones por que la información relativa a los precios de la deuda en el mercado secundario, son producto de promedios simples anuales (cotizaciones de fechas representativas), dado que no se cuenta con información más detallada y considerando que las operaciones de conversión pudieron ser hechas en las fechas en las cuales se registró la menor cotización, se ha procedido a calcular en forma aproximada, el subsidio concedido por el Estado a los beneficiarios del proceso de la conversión de la deuda para compensación de pasivos.

Costos para el Deudor Privado Nacional:

Año	V. Nominal Miles de US\$	Precio Mdo. Secundario	Cotización 1/.	Costo total Miles S/
1986	\$47.226,9	66,37	S/.148,08	S/.4.641.492,0
1987	\$89.713,1	45,93	S/.193,23	S/.7.962.085,1
1988	\$251.169,2	25,84	S/.435,03	S/.28.234.369,82

1/. Cotización promedio de venta del mercado libre

Compensación de pasivos en el BCE y subsidio:

Año	V. Nominal Miles de US\$	Cotiza- ción 2/.	Monto Compen. Miles S/.	Inversión deudor privado Miles S/.	Monto Subsidio Miles S/.	Subsidio precios constantes 1986=100
1986	\$47.226,9	122,05	5.744.043,00	4.641.492,0	1.122.551,0	1.122.551,0
1987	\$89.713,1	169,97	15.248.535,00	7.962.085,0	7.286.450,0	9.435.952,0
1988	\$251.169,2	294,34	73.929.142,00	28.234.370,0	45.694.773,0	85.769.088,9
Total subsidio					54.103.774,0	96.327.591,9

1/. Cotización promedio de compra mercado de intervención.

Por lo tanto, aproximadamente, el monto señalado de 54.103.7 millones de sucres correspondientes al subsidio otorgado por el Estado a través de las operaciones de conversión de deuda para compensación de pasivos, pasó a incrementar las pérdidas cuasifiscales del BCE.

CONVERSIÓN DE DEUDA PARA CAPITALIZACIÓN DE EMPRESAS

En lo que se refiere a las operaciones de conversión de deuda para capitalización de empresas, también a través de la modalidad de compensación de pasivos, el subsidio fiscal aproximado arroja las siguientes cifras:

Costo para los inversionistas nacionales:

Año	V. Nominal Miles de US\$	Precio Mdo. Secundario	Cotización 1/.	Costo total deudor nacional
1987	37.152,0	45,93	S/.193,23	3.297.260,0
1988	4.906,9	25,84	S/.435,03	551.593,20

1/. Cotización promedio de venta del mercado libre

Compensación de pasivos en el BCE y subsidio:

Año	V. Nominal miles de US\$	Cotización 2/.	Monto Compen. miles de S/.	Inversión deudor nacional	Monto Subsidio miles de S/.	Subsidio precios constantes 1987=100
1987	\$37.152,90	169,97	6.314.878,00	3.297.339,0	3.017.539,0	3.017.539,0
1988	\$4.906,90	294,34	1.444.297,00	551.593,0	892.704,0	1.412.257,7
Total Subsidio					3.910.243,0	4.429.796,7

1/. Cotización promedio de compra mercado de intervención.

CONVERSIÓN DE DEUDA EXTERNA PARA FINANCIAR PROYECTOS SOCIALES Y DEL MEDIO AMBIENTE

En cuanto tiene que ver con las operaciones de conversión de deuda para financiar proyectos sociales y del medio ambiente, el cálculo del subsidio arroja las siguientes cifras:

Costos para los inversionistas:

Año	V. Nominal (miles de dólares)	Precio Mdo. Sec.	Descuento BCE	total descuento	Cotización sucres 1/.	Costo Donante Extranjero
1988	\$5.000,0	25,84	0	25,84	436,19	563.558,48
1989	\$32.000,0	14,51	18,75	33,26	568,19	6.047.359,81
1990	\$45.339,9	17,07	37,66	54,73	821,91	20.395.308,11
1991	\$19.775,3	24,55	50,00	74,55	1.100,85	16.229.265,88
1992	\$49.750,0	24,61	36,03	60,64	1.587,72	47.898.972,05
1993	\$2.058,8	16,59	50,00	66,59	1.919,41	2.631.424,58

1/. Cotización promedio de venta del mercado libre

Emisión de bonos de estabilización y subsidio:

Año	V. Nominal (miles de US\$)	Precio Mdo. secunda rio	Descuen to BCE	Cotizació n sucres 1/.	Total emisión bonos (miles S/.)	Total inversión donante extranjero	Total Subsidio (miles de sucres)	Subsidio Precios constantes 1988=100
1988	5.000,0	25,84	0	294,34	1.471.700,0	563.558,4	1.091.412,7	1.091.412,7
1989	32.000,0	14,51	18,75	510,91	13.283.660,0	6.047.359,8	10.766.627,7	18.906.198,2
1990	45.339,9	17,07	37,66	760,30	21.489.798,6	20.395.308,1	15.487.722,7	34.707.986,5
1991	19.775,3	24,55	50,00	1.039,62	10.279.398,6	16.229.265,9	5.131.233,3	13.998.004,4
1992 ^{2/}	49.750,0	24,61	36,03	1.529,63	48.680.589,4	47.898.972,0	29.374.221,0	96.171.199,6
1993 ^{2/}	2.058,8	16,59	50,00	1.705,92	1.756.074,0	2.631.424,6	1.076.571,0	4.009.150,4
Total Subsidio							62.926.788,6	168.883.951,8

1/. Cotización promedio de compra en el Mercado de Intervención del BCE.

2/. Las conversiones realizadas durante 1992 y 1993, se financiaron con la emisión de bonos dólares.

Adicionalmente al subsidio cambiario otorgado por el BCE por las operaciones de conversión de deuda propiamente dichas, en el caso de los proyectos financiados a través de este mecanismo para proyectos sociales y del medio ambiente, el BCE ofreció como contrapartida de los títulos de deuda externa bonos de estabilización de largo plazo, los mismos que generaban tasas de interés de mercado, sensiblemente superiores a las tasas de interés internacionales que regían para los créditos externos, lo cual contribuyó a incrementar las pérdidas operacionales del BCE,

especialmente en los años 1988, 1989 y 1990.

Conviene destacar que los cálculos realizados no contemplan las pérdidas ocasionadas al BCE por concepto de pago de intereses a tasas domésticas mucho más elevadas que las internacionales vigentes durante el período de aplicación de los mecanismos.

**Pérdidas Operacionales del BCE
1988-1990**

(Millones de sucres)

	1988	1989	1990 ²
Ingresos	59.220	52.926	72.460
Gastos	-101.813	-207.324	-260.765
Ajustes ¹	- 25.350	- 46.245	3.825
Resultados	- 67.943	-200.642	-184.480
Result./PIB	2,19%	1,98%	2,21%

1. Estos ajustes incluyen pérdidas o ganancias por las transacciones de cambio de moneda extranjera y por compras y ventas de oro.

2. Enero-Octubre

Fuente: Balances del BCE

IMPACTOS MONETARIOS

El análisis de los impactos monetarios únicamente se realiza para el mecanismo que operó para financiar proyectos sociales y del medio ambiente, dado que los dos primeros mecanismos fueron aplicados bajo el sistema de compensación de pasivos con el BCE, por lo que se considera que los mismos no produjeron efectos monetarios significativos.

Las operaciones de conversión para financiar proyectos sociales y del medio ambiente, durante el período 1984-1991, por un monto de US\$ 102.1 millones, se financiaron a través de la entrega por parte del BCE a las ONGs bonos de estabilización de largo plazo en sucres. Estos bonos de estabilización fueron negociados en el mercado financiero doméstico, con el fin de obtener

los recursos para financiar las inversiones. En este caso, la disminución del financiamiento externo del déficit es compensada por un aumento del endeudamiento del sector público con el sector privado lo cual pudo generar presiones al alza, en las tasas de interés internas.

Un indicador del potencial expansivo de las operaciones de conversión sobre los agregados monetarios es la magnitud de la deuda pública externa en relación a la base monetaria.

Los volúmenes más significativos de conversión de deuda financiados con crédito interno se realizaron entre 1989 y 1991. A diciembre 31 de 1992, Sin embargo, como sólo hasta 1991 se financiaron estas operaciones con deuda interna, realizaremos el análisis al 31 de diciembre de 1991. Así, el saldo de la deuda pública externa con bancos comerciales fue de US\$ 5.453.4 millones (no incluidos los atrasos), equivalentes a S/. 5'782.894 millones, valor aproximadamente nueve veces mayor al saldo de la base monetaria a esa misma fecha. De allí que, la conversión de aproximadamente el 1.8% del saldo de dicha deuda, calculando un descuento promedio de 33.7% para su recompra por parte del BCE, implicó una expansión de aproximadamente el 8% de la base monetaria al 31 de diciembre de 1991³⁸.

No obstante, estos cálculos constituyen únicamente una aproximación del efecto primario de la conversión sobre la oferta de dinero. Efectivamente, estas operaciones originan un aumento de la base monetaria que en función de las preferencias del público, se traducirá en un incremento de las reservas bancarias, que en la medida en que sea utilizado por la banca para expandir el crédito generará, ceteris paribus, un incremento de la oferta monetaria por la vía secundaria. De allí que el impacto total de las operaciones de conversión sobre la oferta monetaria incluye, además del incremento que se origina directamente como consecuencia de la recompra de la deuda a las ONGs por parte del BCE, la expansión posterior inducida por el aumento del crédito.

38. El saldo de la base monetaria al 31 de diciembre de 1991 fue de S/. 742.329 millones de sucos.

Modelo de Ajustes Parciales para calcular los impactos monetarios

Para estimar el efecto potencial del mecanismo de conversión de deuda sobre los agregados monetarios, pareciera más adecuado cuantificar la expansión de dinero base asociada a la conversión de un monto dado de la deuda externa. Posteriormente, es posible determinar el impacto total de la conversión sobre la oferta de dinero, a partir de la relación entre ésta y la base monetaria.

Con este propósito se estimó una regresión mensual entre la oferta de dinero, tanto en su concepto restringido (M1) como en su sentido amplio (M2), la base monetaria y el encaje bancario para el período 1987-1993. Dado que es posible que los cambios en la base monetaria en un período determinado no ejerzan su efecto total sobre la oferta de dinero en el período corriente, la relación entre ambas variables se planteó a través de un modelo de ajustes parciales, especificado de la siguiente forma:

$$M_t^* = (1/rn)^{\alpha_2} B_t^{\alpha_1} E_t \quad (1)$$

Siendo:

M_t^* = Valor de la oferta monetaria (no observable) una vez que se ha transmitido todo el impacto de los cambios ocurridos en la base monetaria en el período "t".

B_t = Base Monetaria en el período "t".

$(1/rn)$ = Encaje Bancario.

α_1 = Elasticidad de largo plazo de la oferta monetaria respecto a la base.

α_2 = Elasticidad del Encaje.

E_t = Error aleatorio.

El supuesto de que el ajuste entre la oferta y la base monetaria no es

automático implica que, el cambio que realmente tiene lugar en la oferta de dinero en el período "t" es sólo una fracción del cambio que debería experimentar dicha variable, si se transmitiera totalmente el impacto del cambio de la base en el período corriente. Esto se puede expresar de la siguiente forma:

$$\left(\frac{M_t}{M_{t-1}} \right) = \left(\frac{M_t^*}{M_{t-1}} \right)^\lambda \quad \text{para } 0 \leq \lambda \leq 1$$

aplicando logaritmos obtenemos la siguiente ecuación:

$$\ln M_t - \ln M_{t-1} = \lambda (\ln M_t^* - \ln M_{t-1}) \quad (2)$$

sustituyendo obtenemos la ecuación (3) la cual es susceptible de estimación:

$$\ln M_t = (1-\lambda) \ln M_{t-1} + \lambda \ln \alpha_0 + \lambda \alpha_2 \ln(1/r) + \lambda \alpha_1 (\ln B_t) + \lambda (\ln E_t) \quad (3)$$

Adicionalmente, se incluyen 2 variables ficticias (DUMMIES) D1 y D2 para captar el efecto estacional del comportamiento de la oferta de dinero en enero y en diciembre de cada año, de forma que la ecuación a estimar es la siguiente:

$$\ln M_t = (1-\lambda) \ln M_{t-1} + \lambda \ln \alpha_0 + \lambda \alpha_2 \ln(1/r) + \lambda \alpha_1 (\ln B_{t-1}) + \alpha_2 D1 + \alpha_3 D2 + E_t \quad (4)$$

Donde α_1 mide la elasticidad de corto plazo de la base con respecto a la oferta monetaria y λ es el coeficiente que mide la velocidad del ajuste del dinero a su equilibrio de largo plazo.

Los resultados de la estimación de la ecuación (4) para M1 y M2 constan en los cuadros 8 y 9. Todos los coeficientes muestran un comportamiento considerado dentro de los parámetros normales.

De acuerdo a los resultados obtenidos de la estimación de la ecuación (4), se infiere que una variación del 1% en el dinero base en un mes genera, ceteris paribus, cambios en el mismo sentido pero menos que proporcionales

en M1 y en M2 en el período corriente siendo obviamente, la elasticidad de corto plazo de M1 con respecto a la base monetaria ($LM1(-1)=0,36$) menor que la de M2 ($LM2(-1)=0,68$). Por su parte el valor estimado de la elasticidad de largo plazo de M2 respecto a la base (1,06) es superior a la de M1 (0,86), lo cual podría reflejar una preferencia del público por activos financieros más rentables como los depósitos a plazo.

Los resultados de la estimación de la ecuación (4) para M1 y M2 constan en los cuadros 8 y 9. Los coeficientes de los estadígrafos de la regresión se encuentran dentro de los parámetros considerados normales para que la regresión sea buena.

De acuerdo a los resultados obtenidos, se infiere que una variación del 1% en el dinero base en un mes genera, ceteris paribus, cambios en el mismo sentido pero menos que proporcionales en M1 y M2 en el período corriente siendo, obviamente, la elasticidad de corto plazo de M1 con respecto a la base monetaria ($LM1(-1)=0,36$) menor que la de M2 ($LM2(-1)=0,68$). Por su parte, el valor estimado de la elasticidad a largo plazo de M2 respecto a la base es (1,06%) es superior a la de M1(0,86), lo cual podría estar reflejando una preferencia del público por activos financieros más rentables como los depósitos a plazo.

Cuadro No. 9

Dependent Variable is LM1
Date: 6-17-1995 / Time: 20:11
Date range: 1997.02 - 1993.12
Number of observations: 87

VARIABLE	COEFFICIENT	STD. ERROR	T-STAT.	PROB. > T
C	1.096422E	1.152588E	9.5112604	0.0000
LM1(-1)	0.3627500	1.053910E	3.4350761	0.0000
LENCM1	-0.1045784	1.155879E	-9.031100	0.0174
D1	-0.0159454	1.023038E	-1.55914701	0.1250
D2	0.0533610	1.021706E	5.2194796	0.0127
LBASE	0.559992E	1.073621E	5.2194796	0.0000
Adjusted R-squared	0.996332	Mean of dependent var	13.20059	
Unadjusted R-squared	0.996099	S.D. of dependent var	0.749651	
F of regression	0.046355	Sum of squared resid	0.169042	
Log likelihood	179.7906	F-statistic	4181.742	
Adjusted R-squared	2.407024	Prob(F-statistic)	0.000001	

C	$\beta_0 = 1,09$	$\beta_1 = 1 - \lambda$
LM1(-1)	$\beta_1 = 0,36$	$0,36 = 1 - \lambda$
LENCM1	$\beta_2 = -0,13$	$\lambda = 1 - 0,36$
D1	$\beta_3 = -0,04$	$\lambda = 0,64$
D2	$\beta_4 = 0,05$	$\lambda \alpha_1 = \beta_5$
LBASE	$\beta_5 = 0,55$	$\alpha_1 = \beta_5 / \lambda = 0,55 / 0,64 \quad \alpha_1 = 0,85$

Como $\beta_1 = 1 - \lambda$ $\lambda = (1 - \beta_1)$ entonces $\alpha_1 = \beta_5 / \lambda = \beta_5 / (1 - \beta_1)$
 α_1 Coef. de l.p. = $0,55 / 0,64$
 α_1 Coef. de l.p. = 0.86

Cuadro No. 10

// Dependent Variable is LMC
 Date: 6-27-1995 / Time: 23:13
 Date range: 1987.01 - 1993.12
 Number of observations: 83

VARIABLE	COEFFICIENT	STD. ERROR	T-STAT.	2-TAIL SIG.
C	-0,0895159	0,1302966	-0,7857961	0,4344
LM2(-1)	0,6828777	0,0582705	11,710222	0,0000
LENCM2	-0,1081030	0,0627429	-1,7940330	0,0754
D1	-0,0400898	0,0196162	-2,0405453	0,0447
D2	0,0168301	0,0211372	0,7962302	0,4283
LBASE	0,3452137	0,0625707	5,5170190	0,0000

Adjusted R-squared	0,957437	Mean of dependent var	13,95303
Unadjusted R-squared	0,957271	S.D. of dependent var	0,865073
Sum of squares of regression	0,045194	Sum of squared resid	0,157277
F-statistic	142,7766	F-statistic	3991,542
Prob(>F)	0,000000	Prob(F-statistic)	0,000000

C	$\beta_0 = -0,26$	$\beta_1 = 1 - \lambda$
LM2(-1)	$\beta_1 = 0,68$	$0,68 = 1 - \lambda$
LENCM2	$\beta_2 = -0,11$	$\lambda = 1 - 0,68$
D1	$\beta_3 = -0,04$	$\lambda = 0,32$
D2	$\beta_4 = 0,02$	$\lambda \alpha_1 = \beta_3$
LBASE	$\beta_5 = 0,34$	$\alpha_1 = \beta_5 / \lambda = 0,34 / 0,32 \quad \alpha_1 = 1,06$

Como $\beta_1 = 1 - \lambda$ $\lambda = 1 - \beta_1$ entonces $\alpha_1 = \beta_3 / \lambda = \beta_3 / (1 - \beta_1)$
 α_1 Coef. de l.p. = $0,34 / 0,68$
 α_1 Coef. de l.p. = 1,06

Los resultados de la estimación de la ecuación (4) para M1 y M2 constan en los cuadros Nos. 9 y 10. Los coeficientes de los estadígrafos de la regresión se encuentran dentro de los parámetros considerados normales para que la regresión sea buena.

De acuerdo a los resultados obtenidos, se infiere que una variación del 1% en el dinero base en un mes genera, ceteris paribus, cambios en el mismo sentido pero menos que proporcionales en M1 y M2 en el período corriente siendo, obviamente, la elasticidad de corto plazo de M1 con respecto a la base monetaria ($LM1(-1)=0,36$) menor que la de M2 ($LM2(-1)=0,68$). Por su parte, el valor estimado de la elasticidad a largo plazo de M2 respecto a la base es (1,06%) es superior a la de M1(0,86), lo cual podría estar reflejando una preferencia del público por activos financieros más rentables como los depósitos a plazo.

En base a estos resultados, a continuación se procede a calcular los potenciales impactos monetarios de los mecanismos de conversión de deuda externa para financiar programas sociales y de protección al medio ambiente en el período 1988-1993.

Como se puede apreciar en el cuadro No. 11, el aporte al proceso inflacionario del mecanismo de conversión de deuda externa para financiar programas sociales y de protección al medio ambiente, no han sido mayormente significativos, excepto el año 1990, cuya contribución promedio anual a la inflación es mayor del 8%. En todo caso, con seguridad podemos señalar, que la aplicación de estos mecanismos de conversión de deuda externa, en la forma como fueron ejecutados, dificultaron el manejo económico adecuado, tanto de la política fiscal como monetaria.

Cuadro No. 11

**Impactos monetarios de los canjes de deuda externa
para financiar programas sociales y de
protección al medio ambiente**

Monto anual conv. (millones de S/.)	Saldos a:	Base Mon. (millones de S/.)	Impacto en la Base Mon.	Impacto M1 (corto plazo)	Impacto M1 (largo plazo)	Impacto M2 (corto plazo)	Impacto M2 (largo plazo)
1471.70	Dic.31/88	219126	0,006716	0,00369	0,00577	0,00228	0,00712
16349,12	Dic.31/89	313675	0,052121	0,02867	0,04482	0,01772	0,05535
34441,59	Dic.31/90	427098	0,080641	0,04435	0,06935	0,02742	0,08548
20386,48	Dic.31/91	742329	0,027463	0,01510	0,02361	0,00934	0,02911

IV. CONSIDERACIONES FINALES Y CONCLUSIONES

El mercado secundario de deuda de los países en desarrollo puede servir de guía para calcular el valor subyacente de los préstamos insolutos, pero en ningún caso se puede aseverar que constituye un indicador preciso de su precio real, dado que es muy sensible a factores económicos y socioestructurales de los países deudores. En otras palabras, no interpreta acertadamente el cálculo del riesgo económico o la capacidad de pago de los países deudores y por lo tanto no permite llegar a un equilibrio económico y socialmente aceptable para las partes involucradas. No obstante, es el indicador base para las negociaciones en el contexto de la estrategia Brady.

Por consiguiente, los mecanismos de reducción de la deuda externa de un país a través del mercado secundario, siempre determinarán la presencia de ganadores o perdedores, dependiendo de las condiciones en que éstos se realicen. Esto sugiere la necesidad de implementar razonados análisis costo-beneficio antes de incursionar en este tipo de mecanismos.

Si consideramos el criterio de la "apropiabilidad" de Bulow y Rogoff, en el caso ecuatoriano ésta fue casi inexistente en el período de análisis, dadas las difíciles condiciones por las que atravesó la economía ecuatoriana en dicho período. Con este punto de vista, resulta evidente que quienes se beneficiaron con los programas de conversión aplicados en el país fueron los acreedores externos.

Los programas de conversión aplicados no constituyeron, en ningún caso, una solución importante al problema de la deuda externa ecuatoriana. Si bien por un lado se redujo la deuda comercial en US\$ 626.5 millones, por otro lado y como producto de las constantes renegociaciones con la Banca Privada internacional, el país debió acudir al financiamiento oficial para financiar sus problemas de pagos. Como se sabe, este tipo de financiamiento con organismos multilaterales de crédito es mucho más exigible y no sujeto a renegociaciones. Como resultado, como se observó en el Cuadro No. 5, el saldo global de la deuda externa del país durante el período de análisis creció en aproximadamente un 25%.

El desempeño de la inversión en el período de análisis, según lo registra la Balanza de Pagos fue irrelevante en el marco de la evolución de la economía del país (no mayor de US\$ 100 millones por año). El retorno de capitales fugados es una quimera en países como el Ecuador con profundos problemas socio-económicos estructurales. No se puede esperar que los capitales fugados retornen en el corto plazo, solo porque se implementen programas de conversión que garanticen cierto subsidio inicial al inversionista. Los capitales retornarán solo cuando vean la economía estabilizada y convenientes y garantizadas condiciones para la inversión.

Desde el punto de vista de las implicaciones macroeconómicas, la adopción de un mecanismo de conversión de deuda pública externa en inversión implica, generalmente, un cambio en la estructura del financiamiento del déficit del sector público. En efecto, la recompra de la deuda en el mercado doméstico supone una reducción del financiamiento externo del déficit del sector público, que dada la magnitud de este último, requiere de un aumento del financiamiento interno para efectuar la recompra de la deuda.

La evidencia empírica en el caso ecuatoriano demuestra que el proceso de conversión de deuda externa ejecutado en el país no constituyó una práctica sana ni en materia de política monetaria y peor en materia de política fiscal, debido principalmente a los elevados e innecesarios subsidios que otorgó el gobierno a los sectores productivos y particularmente al sector financiero, fundamentalmente en lo que se refiere a la implementación del mecanismo para compensación de pasivos y para capitalización de empresas. Este tipo de transacciones contribuyeron significativamente a incrementar el déficit cuasifiscal del BCE.

Como se vio en el análisis de los impactos fiscales del programa de conversión de deuda para financiar programas sociales y del medio ambiente, efectivamente, se dio un subsidio por parte del Estado, si bien en montos considerablemente inferiores, comparativamente con los dos primeros mecanismos (compensación de pasivos y capitalización de empresas). En este aspecto, conviene también resaltar las pérdidas que se produjeron para el BCE, por concepto del pago de intereses de los bonos de estabilización emitidos para la recompra de los títulos de deuda, a tasas de interés domésticas, muy por encima de las internacionales.

En cuanto se refiere a los impactos monetarios, si bien el mecanismo de conversión de deuda por naturaleza y para fines sociales contribuyó al proceso inflacionario, tampoco podría atribuirsele un aporte significativo.

Lamentablemente, la aplicación de estos mecanismos no fue resultado de una debida planificación y programación en el contexto del programa macroeconómico y social del gobierno, sino que más bien respondió a intentos, aislados y no cohesionados, de solucionar problemas efectivamente existentes, pero que precisamente por su falta de planificación, sus resultados, aparentemente no lograron objetivos nacionales sino grupales y específicos³⁹.

Finalmente, conforme con los resultados de este estudio, se considera necesario ciertas puntualizaciones:

- Como se sabe, las cuentas de estabilización producto de la sucretización de la deuda privada ya fueron canceladas, por lo que no se espera para el futuro y peor se recomienda la implementación del programa de conversión para compensación de pasivos. La presencia de subsidios innecesarios a los sectores productivos y financieros privados disminuyó las rentas del estado, que en otras circunstancias, pudieron ser mejor empleadas en programas de beneficio social y del medio ambiente que contribuyan a solucionar el grave problema redistributivo que resulta evidente en el país y a contribuir con soluciones adecuadas para los cada vez más serios problemas ambientales que se enfrentan.
- No se recomienda para el futuro, las conversiones de deuda en acciones porque implican subsidios inconvenientes e innecesarios y porque generalmente, su financiamiento requiere un oneroso e indeseado endeudamiento interno. Además, por la propia experiencia ecuatoriana y la de otros países latinoamericanos no constituye una solución definitiva para resolver los problemas de la deuda externa del país.

39. No obstante, en lo que tiene que ver con el programa ejecutado por Fundación Natura para la conservación de parques que aparentemente, habría tenido un éxito significativo.

- Si existen recursos externos, dispuestos a financiar proyectos sociales y ecológicos a través del mercado secundario, respetando la soberanía de las preferencias de los donantes, se debería estudiar la posibilidad de capitalizar adecuadamente estos recursos, instrumentando un mecanismo que permita este tipo de operaciones. Para ello se debería, en primer lugar, efectuar un minucioso y cuidadoso análisis costo-beneficio. Una vez determinada su factibilidad en el marco de los objetivos de la política socio económica y ambiental del Gobierno Nacional, se lo debería incluir en el programa macroeconómico global consecuentemente, constar en el presupuesto del estado y en el programa monetario a fin de evitar problemas en el manejo eficiente de las políticas fiscal y monetaria.

Anexo No.1

Aspectos básicos de la Regulación 408-87 del 9 de febrero de 1987 que establece los términos para las operaciones de conversión para capitalización de empresas.

"...Los titulares de las cuentas en divisas podrán prestar, ceder o destinar dichos recursos para constituir aportes de capital social o aumento al capital asignado de compañías constituidas o domiciliadas en el país, con sujeción a la Ley."

"...Las compañías capitalizadas bajo este sistema deberán pagar al mismo tiempo, por un valor equivalente al de los recursos capitalizados obligaciones directas o indirectas, vencidas o por vencer que mantengan con las instituciones bancarias o financieras intermediarias y éstas a su vez, pagarán obligaciones por igual valor al Banco Central del Ecuador en los términos que determine la Junta Monetaria."

"Las instituciones bancarias o financieras capitalizadas bajo este esquema, pagarán directamente sus obligaciones al Banco Central del Ecuador en los términos del inciso anterior, para lo cual el Instituto Emisor efectuará las transferencias y los asientos contables pertinentes."

"...Cada solicitud de capitalización deberá ir acompañada de la información y documentación que constarán en los formularios que serán proporcionados por el Banco Central, solicitud que será dirigida por los interesados al Presidente de la Junta Monetaria para ser puesta junto con los informes que sean del caso, a conocimiento de la Junta Monetaria para que este Organismo en sesión plenaria adopte la resolución pertinente."

Anexo No. 2

Aspectos básicos de la Regulación 637-89 que establece las condiciones para las conversiones de deuda para financiar proyectos sociales y de medio ambiente y Reglamento Operativo.

- Las operaciones de conversión a realizarse al amparo de la referida regulación se aplicarían a la cuenta en divisas del Convenio de Consolidación (deuda privada refinanciada y asumida por el BCE).
- El monto máximo de aplicación a cada proyecto sería de US\$ 5 millones.
- La Junta Monetaria estableció un cupo total a convertirse de hasta US\$ 150 millones en valor nominal de la deuda externa y podía ser utilizado hasta junio de 1991.
- La solicitud de conversión, conjuntamente con toda la documentación requerida, era presentada ante la Junta Monetaria, organismo que a su vez, tomaba su resolución en base al informe respectivo de la Gerencia de Deuda Externa del BCE.
- Cuando la operación era autorizada por la Junta Monetaria el BCE se comprometía a entregar bonos de estabilización en sucres equivalentes al 50 del valor nominal de la deuda convertida, a la cotización de compra vigente en el mercado de intervención del BCE. Los bonos devengaban una tasa de interés reajutable semestralmente.

El reglamento operativo del mecanismo de conversión para financiar proyectos sociales y del medio ambiente, contenía los siguientes aspectos básicos:

1. En primer lugar, la entidad interesada en operar el mecanismo, debía demostrar que efectivamente se trataba de una institución u ONG sin fines de lucro, legalmente constituida al amparo de las leyes vigentes.
2. Se debía demostrar la existencia de la institución u ONG extranjera dispuesta a financiar, mediante donación y a través de la operación de conversión, el respectivo proyecto.
3. Presentar a la Junta Monetaria la solicitud correspondiente, adjuntando el proyecto respectivo, el cual debía contener la siguiente información:
 - Exposición sobre la caracterización del problema.
 - Marco conceptual, enfoque de las necesidades básicas.
 - Enfoque específico del Programa.
 - Objetivos del Proyecto.
 - Área de ejecución del proyecto y beneficiarios.
 - Metodología técnica y operativa que contemple una estructura organizativa, organigrama estructural y principios administrativos del proyecto.
 - Descripción técnica y económica de los programas.
 - Estructura presupuestaria de los programas y un resumen general.
 - Plan general de inversiones y cronogramas.
3. El Banco Central debía precalificar y enviar al Consejo Nacional de Desarrollo, CONADE, para su análisis y clasificación, en función de los parámetros que definen a un proyecto social.
4. El CONADE debía emitir el correspondiente dictamen de prioridad en un plazo máximo de 15 días posteriores a la fecha de precalificación por parte del BCE.

5. La Gerencia de Deuda Externa del BCE era la encargada del análisis financiero del proyecto y debía emitir el respectivo informe para conocimiento de la Junta Monetaria para su resolución.
6. Una vez autorizada por la Junta Monetaria la operación, se procedía a adquirir la deuda externa en el mercado secundario, en las condiciones descritas en la regulación.
7. El Banco Central debía emitir bonos de estabilización al portador en sucres.
8. La Junta Monetaria solicitaba a la entidad ejecutora del proyecto una auditoría externa de las operaciones financiadas con la conversión.
9. De acuerdo a lo estipulado en el plan de inversiones del proyecto, al momento de emitir los correspondientes bonos el organismo ejecutor del proyecto firmaba con el BCE un Convenio de Conversión, con el objeto de efectuar un seguimiento y control en el uso de los recursos.

Anexo No. 3

Reapertura del mecanismo de Conversión para fines sociales y del medio ambiente.

En febrero de 1992, la Junta Monetaria reabre el mecanismo mediante Regulación No. 783-92. Esta regulación sustituyó al esquema anterior con algunas variantes, entre las que se puede mencionar las siguientes:

- Se amplía el espectro de sectores que pueden participar del mecanismo: forestación, reforestación, de investigación agropecuaria, promoción turística y programas de capacitación especial.
- Las solicitudes de conversión con la correspondiente documentación se deberá presentar al CONADE.
- Se crea una comisión mixta CONADE-BCE para la evaluación y análisis de los proyectos.
- Se da preferencia a proyectos de largo plazo que aseguren su continuidad o aquellos de corto plazo con alto contenido social.
- El BCE redime los títulos de la deuda externa ecuatoriana adquiridos para efectos de la conversión en bonos dólares con vencimientos anuales, de acuerdo al calendario de flujo de fondos del proyecto.
- Se fija un monto de US\$ 80 millones de dólares de deuda nominal, a ser convertidos hasta el 31 de diciembre de 1992.

Las demás condiciones permanecen constantes: Los recursos para la adquisición de los títulos de la deuda en el mercado secundario deben provenir de donaciones del exterior, los proyectos a financiarse deben ser ejecutados por instituciones sin fines de lucro, el BCE redimía los títulos con un 5% de descuento, etc.

BIBLIOGRAFIA

Bulow y Rogoff, **The Buyback Boondoggle**, Washington, Brookings Papers on Economic Activity, No. 2, 1989.

Dornbusch, Rogger, **La reducción de las transferencias de los países deudores**, El Trimestre Económico No. 68, 1990.

George, Susan, **A Fate worse than Debt**, (WY: Grove Weiden Feld, 1988) p. 233

Fridman, Milton/Rose, **LIBERTAD DE ELEGIR, hacia un nuevo liberalismo económico**, segunda edición, Ediciones Grijalbo, Barcelona, 1992.

Frenkel, **Analytics of International Debt Reduction Schemes**, Washington, publicación del FMI, 1990.

Guerguil, Martine, **La crisis financiera Internacional: Diagnósis y Prescripciones**, Buenos Aires, Grupo Editor Latinoamericano, 1990.

Held, Gunther, **Rescate y Conversión de la deuda Externa**, Santiago de Chile, publicación de CEPAL, 1988.

Instituto Interamericano de Mercados de Capital, **Los Programas de capitalización de la deuda externa de los países de América Latina**, Caracas, 1987.

Krugman, Paul, **"Currencies and Crises"**, London, England, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 1993; Pgs. 125-144

Krugman, Paul, **Market-Based Debt Reduction Schemes**, Washington, publicación del Fondo Monetario Internacional, 1989.

Lamdany, Rubén, **Bolivia, México, and Beyond**, Washington, D.C., Banco Mundial, 1988.

Larraín y Velasco, **Pueden las conversiones de deuda resolver la crisis?: enseñanzas de la experiencia chilena, México**, publicación del CEMLA, 1990.

Leroy, Laney O., **Las operaciones de conversión de deuda de los países en desarrollo: observaciones y repercusiones en las políticas**, Dallas, Economic Review (Banco de la Reserva de Dallas), 1977.

Leroy O. Laney, **The secondary market in developing country debt: some observations and policy implications**, en Economic Review (Banco de la Reserva Federal de Dallas), 1987.

Martínez Alier, Joan, **Too poor to be green**, Artículo en fase de publicación, 1994.

Quirk J. and R. Saposnik, **Introduction to General Equilibrium Theory and Welfare Economics**, New York: McGraw-Hill, 1968.

Samuelson, Paúl, **Diagrammatic Exposition of a Theory of Public Expenditure**, Review of Economics & Statistics No. 37, 1955

Shiller, Robert J., **Do Stock Prices Move Too Much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends?** Artículo, 1981.

Vogel, Joseph, **Genes for Sale**, New York, Oxford, 1994.

Younger, Steven, **The Economic Impact of a Foreign Debt Bailout for Private Firms in Ecuador**, Journal of Development Studies, No. 3, 1993.