

**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.
<b>INTRODUCCION</b>	1
<b>I ARGUMENTOS TEORICOS</b>	5
<b>CONSIDERACIONES GENERALES</b>	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
<b>CONSIDERACIONES NUMERICAS</b>	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
<b>II DESCRIPCION DE LOS MECANISMOS DE DEUDA APLICADOS EN EL ECUADOR</b>	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
<b>III EVIDENCIA EMPIRICA: EFECTOS DE LOS CANJES DE DEUDA APLICADOS EN EL ECUADOR</b>	46
-Evolución de la Deuda Externa Ecuatoriana el período de análisis	48
-Efectos en el Mercado Secundario	49
IMPACTOS FISCALES	54
IMPACTOS MONETARIOS	58
<b>IV CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES</b>	67
<b>BIBLIOGRAFIA</b>	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

## RESUMEN

En los últimos años, en Ecuador, así como en la mayoría de países de la región, la conducción y el debate económico ha girado al rededor de los programas de ajuste, la renegociación de la deuda externa y los mecanismos para su reducción, la modernización del estado y la apertura comercial. Estos procesos han constituido, en esencia, los mecanismos a través de los cuales las autoridades económicas han tratado de enfrentar el desafío planteado por la severa crisis económica y de deuda externa que se afronta desde 1982.

En el contexto de la crisis de la deuda externa, el prolongado proceso de renegociación, obligó a los países a ensayar una serie de mecanismos tendientes a reducir el monto de la deuda y su servicio. Así, a partir de 1987 en Ecuador se implementaron algunos programas de conversión de deuda externa destinados a varios fines: compensación de pasivos con el Banco Central del Ecuador, capitalización de empresas y financiamiento de proyectos sociales y de medio ambiente.

La presente tesis constituye un esfuerzo para analizar y discutir algunos elementos relacionados con las implicaciones macroeconómicas de los canjes de deuda externa en general y en base del estudio de la experiencia ecuatoriana, extraer conclusiones válidas que sirvan de pautas en el diseño y aplicación de políticas en materia de deuda externa en el marco del análisis costo-beneficio para los diferentes actores involucrados en este tipo de transacciones.

Otro aspecto que toca el documento, tiene que ver con los canjes de deuda externa para financiar proyectos sociales y de protección al medio ambiente. En este sentido, se analiza la factibilidad de incursionar en este tipo de transacciones en el marco de la economía de bienestar, respetando la soberanía de las preferencias de los donantes externos que están dispuestos a financiar este tipo de programas a través de mecanismos de conversión de deuda.

Cabe, finalmente, destacar el interés del presente estudio en aportar elementos de discusión para la adopción de estrategias orientadas, no solo

al objetivo importante de solucionar el problema de la deuda, sino a encontrar instrumentos de política económica idóneos que permitan avanzar hacia un desarrollo dinámico, sustentable y equitativo.

## INTRODUCCIÓN

La lentitud de las negociaciones entre acreedores y deudores ha hecho que el problema de la crisis de la deuda externa, desatado en los ochenta, haya caído en una especie de "conflicto de baja intensidad"<sup>1</sup>. Mucho se ha escrito sobre este tema. A tal punto que parecería estar ya todo dicho sobre la deuda. Convendría preguntarse, entonces, por qué se pretende un nuevo trabajo relacionado con la deuda externa, en el Ecuador?

La respuesta es simple, las autoridades económicas del país, acaban de suscribir un convenio de reestructuración de la deuda externa, en el marco del llamado Plan Brady. Tal instrumento se ejecutará mediante acuerdos de largo plazo, que incluyen una serie de opciones financieras destinadas a lograr la reducción del monto de la deuda y de su servicio, entre las que se prevé la posibilidad de operar mecanismos de canje de deuda externa.

Por otra parte, el agobiante problema de la deuda externa latinoamericana en la década anterior, hizo que se ensayen una serie de estrategias destinadas a reducir la magnitud del problema. Uno de los mecanismos utilizados por algunos países de la región para enfrentar esta situación, ha sido precisamente la implantación de operaciones de conversión de la deuda externa a través del mercado secundario internacional.

De esta manera, la aplicación de estos mecanismos se facilitó con el apareamiento del mercado secundario de pagarés de la deuda externa. Ante un panorama de continuas renegociaciones de la deuda externa de la mayor parte de los países de la región, y el posible riesgo implícito de mora, o aun de imposibilidad de pago por parte de estos países, determinó que algunos bancos acreedores comenzaran a sacar al mercado títulos de deuda externa, con descuentos atractivos para el inversionista, dependiendo del nivel de riesgo del país deudor.

En Ecuador, las operaciones de conversión de deuda externa a través del mercado secundario, se comenzaron a realizar a principios de 1987 y la última transacción se ejecutó en 1993. Estos mecanismos implementados en

---

1. "Low Intensity Conflict", concepto de Susan George, *A Fate worse than Debt*, (NY: Grove Weiden Feld, 1988) p. 233

el país con diferentes fines, sufrieron algunas interrupciones, debido, en principio, a que fue suspendido por las autoridades monetarias que buscaron evitar efectos indeseados en el mercado cambiario interno y discriminaciones en contra de los inversionistas nacionales que no acudían a este mecanismo de conversión para compensar acciones y deudas de las empresas a capitalizarse. Posteriormente, el mecanismo se suspendió por dos ocasiones, incluida la última, por que ya se comenzaron a sentir los impactos fiscales y monetarios que dichas operaciones causaban, en la forma en que estaban siendo aplicadas.

En el Ecuador, el destino de las operaciones de conversión se ha orientado básicamente a tres aspectos:

- Para compensación de pasivos, a fin de cancelar las cuentas de estabilización del sector privado, abiertas con oportunidad de la sucretización de la deuda externa privada por parte del Banco Central.
- También, se han realizado operaciones de conversión a través del sistema de compensación de pasivos, en que el producto de la conversión se ha destinado a la capitalización de empresas.
- Por último se han realizado canjes de deuda para financiar proyectos de beneficio social sin fines de lucro y para proyectos de protección al medio ambiente. Este tipo de proyectos se financiaban con recursos provenientes de donaciones externas.

El propósito de este trabajo es analizar el desempeño, las implicaciones y el alcance de cada uno de los mecanismos de reducción de deuda aplicados en el Ecuador entre 1987 y 1993 y en este contexto, revisar y discutir los impactos macroeconómicos causados por la aplicación de tales mecanismos, a fin de obtener conclusiones sólidas que permitan evaluar el resultado de tales medidas en términos de los objetivos que se propusieron.

Para lograr estos objetivos, en base al marco teórico que se presenta y a la descripción del manejo de los mecanismos de conversión implementados en el país, se efectúa en primer lugar, una evaluación del comportamiento del

mercado secundario de la deuda externa ecuatoriana en el período de análisis. A continuación, con la ayuda de una hoja electrónica, se realiza un análisis comparativo entre el valor presente neto de los saldos de la deuda a inicios de cada año, para cuyo cálculo se considera el flujo neto del movimiento de la deuda en cada período, con los correspondientes valores de la deuda en el mercado secundario.

Para el análisis de los impactos fiscales se realiza, en forma esquemática, el cálculo de los costos tanto para los inversionistas como para el estado, de cada uno de los tres mecanismos descritos, a fin de determinar en forma aproximada el subsidio que otorgó el Estado a los beneficiarios de las operaciones de conversión en cada uno de los tres casos.

Los impactos monetarios de los mencionados mecanismos, se los determina mediante la aplicación de un modelo de ajustes parciales, estimando una regresión mensual entre los saldos de la oferta monetaria (tanto de M1, como de M2), el encaje bancario y la base monetaria en el período de aplicación de los mecanismos de conversión de la deuda externa ecuatoriana (1987-1993), a fin de establecer las elasticidades tanto de corto como de largo plazo que permitan calcular el aporte de estos mecanismos al proceso inflacionario registrado en el período de análisis.

Así, en el desarrollo de la presente investigación se intenta, en el primer capítulo, realizar un análisis teórico acerca de los efectos de bienestar de los mecanismos de conversión de deuda externa, tanto desde el punto de vista de los intereses del país deudor como de los acreedores externos, para lo cual se realizarán algunos ejercicios numéricos sencillos destinados a ilustrar puntos fundamentales de los planes de reducciones "voluntarias" de la deuda basadas en el mercado<sup>2</sup>; se revisarán también los fundamentos teóricos del comportamiento del mercado secundario durante la aplicación de tales mecanismos y los impactos macroeconómicos en las economías de los países deudores.

Así mismo, en este capítulo se analizarán algunos elementos teóricos en el marco de la economía del bienestar, los mismos que sustentarían algunos

---

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

argumentos a favor de las operaciones de conversión de deuda para programas ambientales y sociales, financiadas con recursos provenientes de donaciones, siempre y cuando, éstos representen en mayor proporción las preferencias de los ecuatorianos.

En el segundo capítulo se efectúa un análisis descriptivo de los diferentes programas de conversión aplicados en el país, haciendo hincapié en el marco jurídico y administrativo en el que se desarrollaron los mencionados programas.

En la tercera parte del trabajo, en el marco de la evidencia empírica, se realiza una evaluación crítica de los efectos, de los mecanismos de reducción de deuda externa aplicados en el país entre 1987 y 1993, para los diferentes actores involucrados en las operaciones; se analiza el desempeño del mercado secundario durante la aplicación de tales mecanismos y las implicaciones macroeconómicas observadas en la economía ecuatoriana como consecuencia de su aplicación.

El último capítulo contiene algunas consideraciones finales sobre las operaciones de canje de la deuda externa y la conveniencia de la aplicación de tales mecanismos en la etapa post-Brady, y finalmente, se plantean las conclusiones más relevantes del estudio.

## I. ARGUMENTOS TEÓRICOS

La crisis financiera sistemática, no obstante las diferentes interpretaciones, contiene una serie de características comunes que permite el surgimiento de un patrón estereotipado. En esencia, un proceso de endeudamiento externo e interno comienza a gestarse, generalmente, de parte de los países deudores, por problemas de balanza de pagos y/o por problemas fiscales, frente a los complacientes mercados crediticios externos, estimulados por determinadas coyunturas de la economía mundial.

Por lo general, durante el período de euforia, jamás se les pide a los prestatarios que "paguen" su deuda. Esto se debe a que los acreedores están dispuestos a refinanciar fácilmente los pagos venideros del servicio de la deuda, y a otorgar préstamos adicionales, creando de esta manera una considerable transferencia positiva de recursos hacia los acreedores. Algunos acreedores bien informados, comienzan a prever la insostenibilidad de la expansión crediticia y procuran contraer sus créditos. Pero hay vínculos institucionales estrechos dentro de la red crediticia que emiten señales de desconfianza a todo el sistema.

La consecuencia, como en el caso de la crisis de la deuda de los ochenta, es la presencia de un estrés financiero, que esta vez se manifestó con la suspensión inmediata del crédito a los países endeudados (todos del tercer mundo). Esta situación degenera en una crisis profunda, que precipita por ejemplo, en incumplimientos, intercambio de activos, reorganización financiera, la caída violenta de la relación de intercambio, el comportamiento nervioso de los acreedores al "sobreajustar" sus expectativas de riesgo, etc.

Estos factores propenden a que muchos acreedores sean tan indiscriminados en la evaluación de los clientes como lo fueron en la selección de los clientes en la primera fase del ciclo. Bajo el peso del servicio de la deuda, después de sucesivas renegociaciones, la mayoría de deudores caen en incumplimiento. Estos incumplimientos primarios de los deudores, pueden tener grandes repercusiones secundarias sobre las economías, contribuyendo al colapso financiero generalizado.

El debate sobre los costos y beneficios de los programas de conversión de deuda externa, como un mecanismo de alivio al problema, no ha estado exento de cierto grado de controversia. Los cambios socioeconómicos producidos en el mundo a finales de la década de los ochenta y a principios de los noventa han hecho modificar los argumentos a favor y en contra de la conversión de deuda externa.

A continuación se presentan algunos elementos que contribuyen a la discusión teórica del mecanismo de conversión:

### CONSIDERACIONES GENERALES

#### 1. Reducción de la deuda externa y de su servicio, aprovechando el descuento en el mercado secundario.

Uno de los argumentos a favor de las operaciones de rescate de títulos de deuda externa es el de aprovechar el descuento existente en el mercado secundario<sup>3</sup>. Con este tipo de operaciones, al tiempo de beneficiarse del descuento, se produciría una reducción automática de la deuda externa que aliviaría la carga de su servicio en el presente y en los años futuros, tanto de capital como de intereses. De este modo, al mejorar la posición del sector externo del país deudor, se lograría además, restablecer la imagen de confiabilidad del país en el exterior con la consiguiente posibilidad de normalizar las relaciones con la banca privada internacional.

— Al respecto, Bulow y Rogoff señalan que la idea de aprovechar el descuento en el mercado secundario, es sólo una *ilusión*, dado el nivel de "apropiabilidad"<sup>4</sup> casi inexistente de los países deudores.

Según estos autores, los países deudores no pueden ganar cuando empeoran una situación que de por sí es mala, usando recursos escasos para reducir la deuda. La única ventaja de una reducción de la deuda ocurre en las situaciones buenas. Con una reducción del

---

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

4. Léase, escasez de recursos para comprar deuda en niveles importantes.

valor nominal de la deuda el país deudor gana una mayor participación en esa situación buena, lo que queda después de que los acreedores hayan tomado lo que puedan hasta el servicio pleno de la deuda. Mientras más eficaces sean los acreedores en el cobro cuando los países pueden pagar, mayor interés tendrá un país en la reducción del valor nominal de la deuda. Pero esto sólo puede ocurrir en las situaciones malas cuando los recursos tienen otros usos muy rentables. Por lo tanto el análisis costo-beneficio de una recompra de deuda implica la relación entre situaciones buenas y malas, entre el descuento y la medida en que los acreedores puedan cobrar sus créditos en las situaciones buenas.

No obstante, la presunción de Bulow y Rogoff señala una consideración importante, pero simplifica en exceso y posiblemente pasa por alto aspectos fundamentales del problema, señala Dornbusch<sup>3</sup>. Este autor introduce en el análisis dos aspectos importantes de la conversión de la deuda y de las recompras: Si las recompras son internamente financiadas (usando reservas o superávit comerciales) o si son financiadas por el resto del mundo y destinadas a un fin específico; la otra dimensión se refiere a las *ganancias* obtenidas de una reducción del valor nominal de la deuda. Se incluyen aquí los efectos benéficos en la inversión de la reducción de la deuda, la reducción de la inestabilidad financiera y la reducción consiguiente de la fuga de capitales.

- En la práctica, en la mayoría de los casos, lo que se ha logrado con este tipo de mecanismos es el cambio de un pasivo externo por un pasivo interno en moneda nacional, cuya monetización incrementaría los procesos inflacionarios existentes en los países altamente endeudados, haciendo cada vez más difícil la política antiinflacionaria de los gobiernos, fundamental para lograr la estabilización. Si el país emite nueva deuda interna para financiar la compra de deuda externa, habrá también repercusiones en la tasa de interés y así una contribución al efecto "crowding-out" (desplazamiento de la inversión).

- La reducción en el servicio de la deuda externa, en el futuro inmediato sólo lograría diferir el problema del sector externo, toda vez que con la agudización del proceso inflacionario provocado por la monetización producto de la operación de conversión, sería muy difícil lograr la reactivación económica, como lo señala el enfoque estructuralista. En el caso de operaciones de conversión para capitalización de empresas, se supone que en el futuro se generaría una corriente de dividendos hacia el exterior, complicando el manejo de la balanza de pagos.

## 2. El impacto en el aumento de la inversión extranjera

Otro de los argumentos a favor de la conversión de deuda externa, es de que este tipo de programas aumenta la inversión extranjera en términos netos. La conversión de deuda en capital fomentaría también un ambiente más propicio al crecimiento económico, al vincular las corrientes financieras con la eficiencia productiva y el intercambio<sup>5</sup>.

Contra este criterio se argumenta que lo que se puede conseguir con este tipo de programas es sustituir inversiones extranjeras que de todas maneras se hubieran hecho, con o sin programas de conversión. Según Bulow y Rogoff<sup>6</sup>, en este contexto se puede establecer el criterio de la "separabilidad", entre lo que implica la operación de conversión en sí por un lado, y un subsidio a la inversión por otro.

Por otro lado, se debe señalar que la actual corriente aperturista y de globalización de la economía ha viabilizado la libre movilidad de capitales y que más bien son otros factores de orden socio-económico y políticos los que incentivan o alejan la inversión extranjera.

A favor se argumenta que si bien es cierto, podría darse un cierto grado de sustitución, también habría que tener en cuenta que, en la medida en que exista un fuerte incentivo pecuniario para el

---

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

6. Un análisis más amplio sobre la separabilidad se encuentra en Bulow y Rogoff, *The buyback Boondoggle*, Washington, Brookings Papers on Economic Activity, No. 2, 1999.

inversionista extranjero, determinado por el descuento que recibe en la compra del pagaré, siempre es posible pensar en la existencia de un incremento marginal neto de la inversión extranjera.

### **3. La repatriación de capitales**

Este argumento relacionado con el retorno de capitales fugados, fue insistentemente destacado por los defensores de la conversión a finales de la década pasada, señalando que el incentivo económico de los programas de conversión alentarían al inversionista nacional, que se encuentra mucho más familiarizado con las oportunidades de inversión y los riesgos existentes en el país.

Al respecto, si bien es cierto que el incentivo económico por esta vía podría generar el retorno de los capitales fugados, no es menos cierto que el clima de estabilidad socio-económica del país es determinante para que se produzcan estos acontecimientos. Además, el criterio de "separabilidad" de Bulow y Rowoff en cuanto se refiere a deuda e inversión debería ser aplicable tanto a extranjeros como a nacionales

En el marco del PARADIGMA NEOCLÁSICO, existe también una corriente que advierte sobre los posibles impactos que generarían los programas de conversión de deuda externa en el contexto macroeconómico del país deudor. En este sentido se destacan los siguientes aspectos:

#### **1. Efectos fiscales**

Cuando el canje de títulos de deuda externa se realiza mediante la emisión de deuda interna del gobierno, momento en el cual se da un cambio de pasivos únicamente, se pueden producir graves desajustes en las cuentas fiscales. En estos casos, por ejemplo en los programas de México, Venezuela, Chile, y también en Ecuador cuando operó el mecanismo para proyectos sociales y de medio ambiente, se contempló la captación por parte del Estado (BCE), de una parte del descuento que obtiene el inversionista en la compra del pagaré de la deuda externa.

Si se orienta adecuadamente la inversión, se esperaría que el incremento de la producción esperada, como consecuencia de la nueva inversión, en una o más fases del ciclo productivo, se tendría la oportunidad de aumentar las recaudaciones fiscales, vía impuestos a la renta, al valor agregado, etc.

## 2. Efectos Monetarios<sup>7</sup>

La estrategia de financiar las operaciones de conversión de deuda externa a través del endeudamiento interno, desplaza la presión financiera hacia los mercados crediticios internos, pero puede dar lugar a varias complicaciones macroeconómicas.

En primer lugar, tales operaciones equivalen a una conversión de deuda externa en pasivos internos. Esto puede contribuir a la acumulación de deuda pública interna, con las consiguientes implicaciones macroeconómicas. Según va creciendo el cociente deuda/PIB, la opción monetizadora se vuelve más atractiva, o quizás más inevitable.

En segundo lugar, es posible que la demanda adicional de crédito por el sector público incremente las tasas de interés reales internas y restrinja la inversión productiva, restandole posibilidades al crecimiento económico.

## CONSIDERACIONES NUMÉRICAS<sup>8</sup>

Los efectos de las operaciones de reducción de deuda han causado una gran controversia. En un extremo algunos entusiastas han sostenido que los intercambios de deuda por acciones ofrecen una oportunidad para reducir la deuda y atraer entradas de capital al mismo tiempo, sin costo alguno para el país; por otra parte algunos críticos han afirmado que todas las recompras de deuda son transferencias casi puras de los países deudores

---

7. Ver Larrain y Velasco, *Pueden las conversiones de deuda resolver la crisis?: enseñanzas de la experiencia chilena, México*, publicación del CENLA, 1990.

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

a los acreedores, las mismas que agravarán el problema de la deuda en lugar de aliviarlo.

**El Plan Brady** anunciado en marzo de 1989 por el Gobierno de los Estados Unidos, contiene 4 elementos básicos:

1. La estrategia parte del reconocimiento de la necesidad de una *reducción* de la deuda; las deudas serían impagables en los términos en que fueron contratadas, sin poner en peligro la estabilidad social y económica.
2. Se proporcionarían recursos (caso por caso) para apoyar la *reducción* de la deuda por medio del mercado, mediante compras o bien subsidios a los intereses. Tales recursos serían proporcionados por los organismos multilaterales y el Japón.
3. Los organismos multilaterales harían aportaciones aunque no se hubieran concluido acuerdos con los bancos. Conjuntamente se declaraban aceptables los retrasos en los pagos.
4. Los países deudores tendrían que contribuir con un ajuste continuo y ofreciendo acceso a la inversión extranjera, específicamente en intercambio de deuda por acciones.

El acuerdo de largo plazo alcanzado por el Ecuador en el marco del Plan Brady entre finales del año anterior y principios del presente, contemplaría la posibilidad de incursionar en operaciones de tal naturaleza, dado que esta opción, como se estableció anteriormente, es considerada dentro de la mencionada estrategia.

En este contexto cabe discutir las implicaciones teóricas de este tipo de operaciones a gran escala. No existe ninguna guía sencilla acerca de las condiciones previas necesarias para que tal plan tenga éxito.

A continuación se presenta un análisis de la lógica de la economía de las recompras.

## TIPOS DE TRANSACCIONES<sup>9</sup>

Todos los planes de reducciones voluntarias de la deuda basadas en el mercado implican un esfuerzo por aprovechar los descuentos del mercado secundario para reducir la deuda a bajo costo. Pero esto no significa que todas las recompras sean iguales. Gran parte de la confusión que rodea a los planes de reducción de la deuda proviene del hecho de que hay varias clases de recompras. Lo importante para el análisis económico no es tanto la mecánica de la recompra sino la fuente última de los recursos por los que se intercambia la deuda; es esto lo que determina en gran medida quién gana y quién pierde en este tipo de operaciones financieras basadas en el mercado.

Desde esta perspectiva hay cuatro tipos principales de planes para la reducción voluntaria de la deuda<sup>10</sup>. Empezaremos por preguntarnos si la recompra de la deuda se financia con efectivo o implica un intercambio de un activo de largo plazo por otro. Si la recompra se hace en efectivo, existen dos opciones, que el efectivo sea aportado desde el exterior —como ocurrió con la reducción de la deuda boliviana en 1987— o que provenga del propio país. Tenemos así dos clases de recompra en efectivo: externamente financiada o internamente financiada.

En cambio si la recompra asume la forma de un intercambio de activos, nos preguntamos si el activo intercambiado por la deuda existente es otro instrumento de la deuda, como un bono de salida, o algún activo diferente, como ocurre en un intercambio de deuda por acciones. Tenemos entonces también dos clases de intercambio de activos.

La intención básica de este análisis es determinar los impactos de cada clase de programa. Estos efectos dependen decisivamente del tipo de recompra pero también dependen de otros dos aspectos. En primer lugar la fracción de todo incremento de la capacidad de pago del deudor que se reflejará en sus pagos efectivos. En segundo lugar del efecto de incentivo:

---

9. Op. cit. pp. 140

10. 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.

la medida en que la reducción de la carga de la deuda aumenta la probable capacidad o la voluntad del país para pagar la deuda restante. El papel de cada uno de estos factores se aclarará durante el análisis que sigue. Por ahora sólo se presentará el análisis del efecto en términos de beneficio, para deudores o para acreedores.

El cuadro No. 1 destaca los cuatro tipos básicos de programas de reducción de la deuda, clasificados por la clase del activo por el que se intercambia la deuda existente.

La primera columna, destaca el tipo de activo negociado. La segunda, de las condiciones previas, muestra los requerimientos en términos de preferencia y *adicionalidad* para que el programa reduzca la deuda en primer lugar. Por ejemplo, un intercambio de deuda por deuda reducirá ésta sólo si la nueva deuda puede establecerse efectivamente como preferente ante la deuda antigua.

La tercera columna indica los factores que determinan quién se beneficia de un tipo dado de programa de reducción de la deuda en términos de apropiabilidad e incentivo. En el caso más sencillo, el de una recompra externamente financiada (vía donación), ganan siempre tanto los acreedores como los deudores (aunque la distribución de las ganancias entre acreedores y deudores depende de las circunstancias específicas). En el caso más complejo, el de una recompra que usa el efectivo generado internamente, el resultado depende de la fuente de los recursos y de la importancia de los incentivos. En el caso de un intercambio de deuda por deuda o de un intercambio de deuda por acciones la intensidad del efecto de incentivo es la única variable decisiva.

Cuadro No. 1

**Efectos de diversos programas de recompra  
de deuda externa**

Activo negociado	Condiciones previas	Factores	Efectos de Bienestar en	
			acreedores	deudores
Efectivo proporcionado externamente	Ninguna	Ninguno	Incremento	Incremento
Efectivo proporcionado internamente	Ninguna	Baja apropiabilidad	Incremento	Disminución
		Alta apropiabilidad, bajo incentivo	Disminución	Incremento
		Alta apropiabilidad, Alto incentivo	Incremento	Incremento
Deuda Nueva	Preferencia	Bajo incentivo	Disminución	Incremento
		Alto incentivo	Incremento	Incremento
Otros activos	Adicionalidad	Bajo incentivo	Disminución	Incremento
		Alto incentivo	Incremento	Incremento

Por último, la cuarta y la quinta columnas indican los efectos de los programas de reducción de la deuda en términos del incremento o disminución del efecto bienestar que ocasionan tanto a acreedores como a deudores. El hecho obvio es que no todas las recompras son iguales. Algunos programas benefician a los acreedores a expensas de los deudores, mientras que otros tienen el efecto contrario; sólo en ciertas circunstancias pueden beneficiarse ambos.

Para explicar y justificar el cuadro No. 1, comenzamos con un análisis del caso más sencillo, el de una recompra que usa efectivo aportado externamente.

## 1. **Recompras externamente financiadas**

Gran parte del análisis del problema de la deuda está afectado por dos criterios que dificultan su entendimiento. Primero, la retórica de los bancos que se han resistido a reconocer explícitamente la gran probabilidad de que los países no puedan pagar en efecto todo lo que deben. Es imposible un análisis útil del problema de la deuda, sin reconocer la posibilidad real de la falta de pago.

Segundo gran parte del análisis oficial y bancario se basa en la premisa de que los precios del mercado secundario de la deuda significan un mercado muy poco representativo e informativo. En realidad, hay razones para suponer que debido a los efectos distorsionantes de la regulación bancaria el mercado secundario dé una estimación sesgada de la pérdida esperada sobre la deuda del tercer mundo -aunque podría argumentarse igualmente que los precios secundarios son demasiado altos o demasiado bajos-. Sin embargo el punto de partida de todo análisis racional debe ser, reconocer que los grandes descuentos de la deuda reflejan una apreciación realista de la probabilidad del no pago de la deuda.

De este modo, como primer paso supongamos que el precio de la deuda en el mercado secundario refleja efectivamente los pagos esperados del país deudor. Se advertirá, sin embargo, que éstos son sólo los pagos esperados: es obvio en la práctica, y fundamentalmente para entender la mecánica de los canjes de deuda, que aún es muy incierta la medida en que los países pueden pagar su deuda.

Así, nos referiremos a un ejemplo numérico explícito en el curso del presente ejercicio.

Supongamos entonces que un país debe 10 mil millones de dólares de deuda factible de recomprar. Asumamos como incierto el valor presente de los pagos futuros del país. Con una probabilidad de un tercio el optimismo se confirmará, y el país podrá hacer pagos cuyo valor presente cubra el valor de su deuda; llamemos a esto la situación buena. Con una probabilidad de dos tercios, en cambio, el

país paga un valor presente de sólo 2.5 mil millones de dólares, en cuyo caso hablaremos de la situación mala. El pago esperado del país es entonces:

$$(1/3) \times 10 + (2/3) \times 2.5 = 5$$

En ausencia de todo programa de recompra, la deuda del país se venderá a 50% de su valor nominal.

Imaginemos también provisionalmente, que la probabilidad de las dos situaciones es independiente de la carga de la deuda del país. Esto equivale a suponer de manera temporal que no existen los efectos del incentivo que desempeñarán un papel decisivo en el análisis de algunos programas de reducción de la deuda.

Consideremos entonces los efectos de una recompra de deuda financiada con efectivo por un tercero. Para destacar los hechos importantes, supongamos primero que este tercero se compromete a reducir la deuda hasta un nivel que el país podrá pagar con certeza, es decir, 2.5 mil millones de dólares, lo que significa que deberá pagar 7.5 mil millones de dólares de deuda.

Los efectos de la recompra se indican en el cuadro No. 2. En secuencia, se tratará de responder a las siguientes preguntas: Cuál es el efecto de la recompra en el precio de la deuda en el mercado secundario? Cuál es el costo de la recompra para el tercero? Cuál es el efecto en el bienestar del país? Cuál es el efecto en los acreedores privados?.

**El efecto en el mercado secundario.** Una recompra externamente financiada deja al país con una deuda menor pero con una capacidad de pago inalterada; por lo tanto aumentará el precio de la deuda restante en el mercado secundario; En el ejemplo extremo considerado aquí la recompra es tan grande que la deuda restante se pagará seguramente en su totalidad; por lo tanto el precio secundario se eleva 100% o sea a la par.

**El costo de la recompra.** Los vendedores marginales de la deuda deben ser indiferentes entre la conservación de la deuda y su venta. Puesto que todos saben que el precio en el mercado secundario se elevará 100%, la recompra, entonces, deberá ocurrir a la par, costando 7.5 mil millones de dólares.

**El beneficio para el país.** en ausencia de una recompra el país esperaría pagar 5 mil millones de dólares. Con la recompra estos pagos se reducen a 2.5 mil millones en ambas situaciones; por lo tanto los pagos esperados del país se reducen en 2.5 mil millones de dólares. (Esto omite la posibilidad de que el país obtenga una ganancia adicional derivada de la eliminación de la necesidad de mora).

**El beneficio para los acreedores.** En ausencia de la recompra los acreedores esperarían recibir sólo 5 mil millones de dólares. Con la recompra los acreedores recibirán en cambio el valor pleno de la deuda: algunos porque venden al país a través del tercero, otros porque la deuda reducida puede pagarse ahora íntegramente. Por lo tanto, el pago esperado aumenta de 5 mil a 10 mil millones de dólares -una ganancia de 5 mil millones de dólares.

En toda su sencillez este ejemplo ilustra dos hechos importantes acerca de los esfuerzos tendientes a proporcionar un alivio de la deuda mediante la recompra y la cancelación de la deuda externa. Primero, tal alivio es típicamente muy caro, porque cuanto mayor sea el alivio de la deuda, se espera será más alto el precio que demandarán los acreedores por sus créditos. Segundo, gran parte de los beneficios de la recompra va a manos de los acreedores y no de los deudores, como lo sostienen otros autores<sup>11</sup>.

---

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

Cuadro No. 2  
Efectos de una recompra hipotética  
financiada externamente

	Buena Situación	Mala Situación
Antes de la recompra		
Probabilidad	1/3	1/3
Ingresos de los acreedores	10	2.5
	Ingresos esperados = 5 precio secundario = 0.5	
Después de la recompra de 7.5:		
Ingresos de los acreedores restantes	2.5	2.5
Ingresos de los vendedores de deuda	7.5	7.5
	Ingresos totales esperados = 10	
	Precio Mdo. Sec. = 1.0	
	Costo de la recompra = 7.5	
	Banancia para los acreedores iniciales = 5	
	Reducción de los pagos esperados = 2.5	

El análisis evidencia que las recompras que usan efectivo proporcionado externamente, parecen más un alivio para los acreedores privados que para el deudor, lo que constituiría, según el ejemplo, un uso no conveniente de los recursos de la entidad que financió la recompra. En la práctica, los programas para el alivio de la deuda -incluido lo que puede discernirse del Plan Brady-, contrario a lo que aparentemente podría ser su filosofía, esto es el de aliviar la situación del país deudor, benefician en realidad al acreedor, dado que estos fondos externos se usan para proporcionar garantías a la emisión de nueva deuda a cambio de la antigua.

## 2. Intercambios de deuda

En un intercambio de deuda un país emite deuda nueva y la cambia directamente por la deuda existente o la vende y usa los fondos así obtenidos para recomprar deuda en el mercado secundario. En ambos casos se sustituye la deuda antigua por la nueva.

Aunque los programas de intercambio de la deuda, que de ordinario ofrecen a los acreedores "bonos"<sup>12</sup>, han atraído una atención considerable, en general no se aprecia la condición fundamental para la operación de tales intercambios: la deuda nueva debe obtener de alguna manera la garantía de la preferencia sobre la deuda existente, de manera que reciba primero los pagos del país. Para entender porque esto es necesario, consideremos lo que ocurriría si se esperara que la deuda nueva fuera tratada de la misma manera que la existente, de modo que en efecto fuera arrojada al mismo conjunto de riesgo. Entonces se vendería la deuda nueva inmediatamente con el mismo descuento que la deuda antigua, lo que impediría toda reducción neta de la deuda. Supongamos por ejemplo que la deuda se vende con un descuento de 50%. Una emisión de mil millones de dólares (en valor presente) de deuda nueva se vendería en quinientos millones de dólares; este dinero podría usarse para recomprar mil millones de deuda antigua, pero la carga global de la deuda no se reduciría.

Para que la deuda nueva se venda más cara que a la par que la deuda antigua, los compradores obtienen de algún modo la seguridad de que recibirán preferencia en el desembolso de los fondos posibles. Examinemos las implicaciones de una recompra de deuda financiada con la emisión de deuda nueva, preferenciada.

Consideremos de nuevo el ejemplo numérico introducido antes. Un país deudor puede pagar toda su deuda de 10 mil millones de dólares con probabilidad de un tercio, pero solo pagará 2.5 mil millones de dólares con probabilidad de dos tercios. Como en el primer ejemplo, el país

---

<sup>12</sup>. En el caso del acuerdo ecuatoriano con la Banca comercial, se ofrecieron "Bonos de Descuento", "Bonos a la Par", "Bonos PDI" y "Bonos IE".

trata de recomprar 7.5 mil millones de deuda original; sin embargo, ahora lo hace emitiendo deuda nueva que recibe primera prioridad sobre los recursos disponibles.

Los resultados se pueden apreciar en el cuadro No. 3. A fin de recomprar los 7.5 mil millones de dólares de deuda antigua el país necesita emitir 2.5 mil millones de dólares de deuda nueva; su deuda neta baja a 5 mil millones de dólares. Para demostrar, por qué es este el monto del intercambio requerido, necesitamos demostrar que es lo que pasa con el precio de la deuda en el mercado secundario. Dado que se pagará primero, la deuda nueva se pagará en su totalidad en cualquier situación, de modo que no habrá ningún descuento sobre ella. Sin embargo, en la situación mala recibirá la deuda nueva el pago total, sin que quede nada para la deuda antigua; dado que se pagará a los tenedores de la deuda antigua solo con una probabilidad de un tercio, el precio en el mercado secundario de la deuda antigua baja de un medio a un tercio. De esto se infiere que se podrá intercambiar 2.5 mil millones de deuda nueva por 7.5 mil millones de deuda antigua.

Los efectos de bienestar de esta transacción son muy diferentes de los de una recompra financiada externamente. El pago esperado por el país baja de 5 mil millones de dólares a 3.3 mil millones. Esta ganancia se obtiene a expensas de los acreedores originales, quienes ven bajar en la misma cantidad el valor esperado de sus créditos.

Así, una recompra financiada con la emisión de deuda nueva preferencial, parece beneficiar al deudor a expensas de sus acreedores. Como antes algunos lectores pensarán que este resultado depende de la gran magnitud de la recompra que se supone, la que elimina todo pago de la deuda antigua en la situación mala. Sin embargo, se demuestra sin dificultad que se obtiene el mismo resultado básico cuando la recompra es menor.

La conclusión de este análisis parece ser que un intercambio de la deuda expropia en efecto a los acreedores originales. Por lo tanto se podría pensar que los acreedores deberían oponerse siempre al

establecimiento de la preferencia de la deuda nueva que permiten tales intercambios.

**Cuadro No. 3**  
**Efectos de un intercambio hipotético**  
**de deuda nueva por deuda antigua,**  
**preferencia de la deuda nueva sobre la antigua**

	Buena Situación	Mala Situación
Antes del intercambio de la deuda		
Ingresos de los acreedores	10	2.5
	Ingresos esperados = 5 precio secundario = 0.5	
Después de un intercambio de 2.5 de deuda nueva por 7.5 de deuda antigua		
Ingresos de los tenedores de deuda nueva	2.5	2.5
Ingresos de los tenedores de deuda antigua	2.5	0
	Ingresos esperados de los nuevos acreedores = 2.5	
	Ingresos Esperados de los antiguos acreedores = 0.83	
	Precio Mdo. Secundario de la deuda nueva = 1.0	
	Precio Mdo. Secundario de la deuda antigua = 0.33	
	Cambio de los pagos esperados por deudor = -1.67	

Pero la conclusión de que los acreedores pierden depende de un supuesto fundamental que ahora se debe relajar: que la cantidad o la voluntad de pago del país, es independiente de la magnitud de la deuda vigente.

En realidad hay varias razones por las que una gran carga de la deuda nominal puede afectar la capacidad final de un país para el pago de la deuda.

Primero, una deuda tan grande que el país difícilmente puede pagar por completo, actúa como una alta tasa impositiva marginal sobre los esfuerzos que se hacen para expandir los ingresos de divisas del país: la mayor parte del beneficio corresponderá a los acreedores más que al país, considerando la incapacidad de pago.

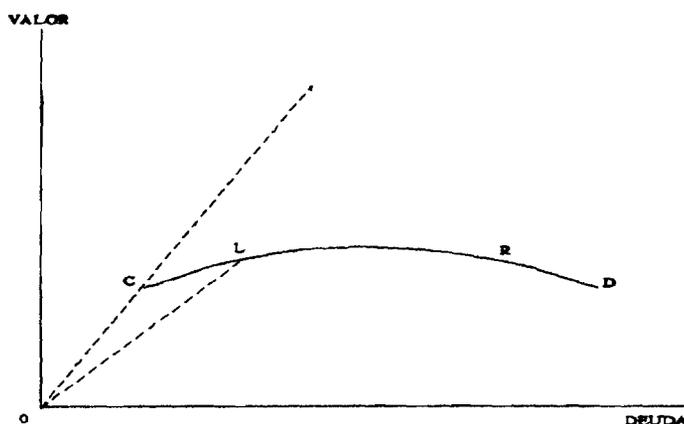
Segundo, en virtud de que la carga de la deuda puede parecer en última instancia, como un "impuesto" sobre el capital nacional, por la necesidad del Estado de generar los recursos para servir la deuda, actúa como un desincentivo para la inversión nacional.

Tercero, en la medida en que una incapacidad de pago de la deuda conduce a una mora obligada o desordenada, el resultado puede ser la reducción del pago a menos de lo que el país podría haber pagado si se hubiera convenido de antemano en una reducción de la deuda.

De hecho, las frecuentes renegociaciones en la década de los 80, implicó cada vez la adopción de rigurosas medidas de política económica, que en la mayoría de los casos impuso a las economías de los países fuertemente endeudados un sesgo recesivo, que restaba cada vez más capacidad de pago de sus obligaciones internas, no se diga externas.

Por todas estas razones, una reducción de los créditos nominales de un país será normalmente contrarrestada, por lo menos en parte, por un incremento de la probabilidad de que el país pague los créditos restantes. (En el ejemplo numérico que hemos usado, un nivel menor de la deuda será contrarrestado, en parte, por una mayor probabilidad de que ocurra la situación buena). En niveles muy altos de la deuda, el efecto de incentivo puede ser tan fuerte que una reducción de la deuda aumentará efectivamente el pago esperado del deudor.

**Gráfico No. 1**  
**La curva de Laffer de la Deuda Externa**



Esto se puede visualizar mejor a través del Gráfico No. 1, en el eje horizontal indicamos el valor presente de las obligaciones de deuda de un país; en el eje vertical, el valor presente esperado de su servicio futuro de la deuda. Si el país tuviera un bajo nivel inicial de deuda se esperaría que pagara esa deuda totalmente; por lo tanto, el valor esperado se encontraría en la línea de cuarenta y cinco grados. Pero a niveles mayores de la deuda habría una probabilidad de mora creciente, de modo que los pagos esperados se encontrarían sobre una curva como la CD, que se aleja cada vez más hacia abajo de la línea de cuarenta y cinco grados. En niveles de la deuda suficientemente elevados, un mayor nivel de endeudamiento se asociará efectivamente con menores niveles del pago esperado. Esta curva, que presenta una analogía obvia con la curva de Laffer del análisis impositivo, podría describirse como la Curva de Laffer de la Deuda Externa.

### 3. Las recompras financiadas internamente

La opción de una reducción de la deuda autofinanciada, en la que un país simplemente compra su propia deuda en el mercado secundario, genera una nueva cuestión, la relacionada con la apropiabilidad: qué

porcentaje de tales recursos habría ido a las manos de los acreedores, si no se realizara la operación?, es decir, qué porción del cambio marginal en los recursos de un país puede ser apropiada por los acreedores?. En un extremo, algunos autores creen que los pagos del servicio de la deuda realizados por los deudores son en general independientes de sus recursos. Es decir, respaldan su posición, asumiendo la imposibilidad de recuperación de los créditos, con un nivel de apropiabilidad próxima a cero. En este marco, un dólar gastado en la reducción de la deuda, reducirá los pagos hechos a los acreedores sólo en las circunstancias favorables en las que el país, con toda seguridad, habría podido servir su deuda totalmente. Bulow y Rogoff han adoptado esta posición abiertamente<sup>13</sup>.

En el otro extremo, otros autores creen que los acreedores toman de un país esencialmente todo lo que éste puede pagar, incluidas las reservas de divisas. En esta concepción, en que hay una apropiabilidad casi completa, un dólar gastado en reducción de la deuda mediante este mecanismo, es un dólar que los acreedores no podrán tomar en condiciones adversas, de modo que la recompra de deuda reduce los pagos en las situaciones malas como en las buenas.

Los efectos de una recompra de deuda autofinanciada dependen básicamente del grado de la apropiabilidad. Con una apropiabilidad cercana a cero, la recompra actúa como una recompra financiada externamente, lo que como se ha visto, generalmente canaliza el beneficio hacia los acreedores y no hacia el deudor.

Acudiendo de nuevo al ejercicio numérico, con una recompra que reduce la deuda de 10 a 2.5 mil millones de dólares. Como se vio, el costo es de 7.5 mil millones, aún cuando los pagos esperados de parte del deudor se reduzcan sólo en 2.5 mil millones. Pero ahora supongamos que es el propio país el que financia la recompra de su deuda. En tal caso el país habrá gastado 7.5 mil millones de dólares para reducir sus pagos esperados en 2.5 mil millones, experimentando una pérdida neta esperada de 5 mil millones de dólares. Es claro que

---

13. Ver Bulow y Rogoff, *op. cit.*

si la apropiabilidad se aproxima a cero, en gran medida las recompras de deuda autofinanciadas son cuestionables.

Ahora, supongamos que los recursos usados en la recompra de la deuda se toman, en efecto, de lo que podría haberse pagado a los acreedores en circunstancias desfavorables. Imaginemos, por ejemplo, que al financiar sus recompras de deuda con recursos de la Reserva Monetaria Internacional, un país se coloca en una posición en que sus acreedores deben condonar deuda en el caso de un movimiento desfavorable de los precios de las exportaciones, mientras que el país se habría visto obligado, de otro modo, a cubrir el faltante con sus propias reservas. En un caso de apropiabilidad casi completa una recompra de deuda autofinanciada tiene efectos similares a los de la recompra de deuda financiada con la emisión de deuda preferente. El cuadro No. 3 muestra los efectos de una recompra de la deuda cuando los recursos usados en la recompra habrían estado disponibles de otro modo para el servicio de la deuda.

Específicamente, en el cuadro No. 4 se supone que se usan en la recompra de deuda los 2.5 mil millones de dólares que de otro modo habrían estado disponibles para el servicio de la deuda en la "situación mala". Así se reduce la deuda a 2.5 mil millones y bajan los pagos esperados de 5 mil millones a 833 millones; así pues el país obtiene una ganancia neta de 1.667 millones de dólares, exactamente igual que en el caso en que el país emitió 2.5 mil millones de dólares de deuda preferente.

Este caso parece indicar una clara pérdida neta para los acreedores. Pero al igual que en el caso de una reducción de deuda financiada con deuda preferente, un efecto de incentivo suficientemente fuerte, podría invertir el resultado.

Cuadro No. 4

**Efectos de una recompra hipotética de la deuda externa,  
financiada internamente**

Antes de las recompras de deuda		
Ingresos de acreedores	10	2.5
	Ingresos esperados = 5	
	Precio secundario = 0.5	
Después de la recompra de 7.5 de deuda antigua		
Ingresos de los acreedores que venden	2.5	2.5
Ingresos de los acreedores restantes	2.5	0
	Ingresos esperados de los acreedores que venden = 2.5	
	Ingresos esperados de los acreedores restantes = 0.833	
	Precio secundario de la deuda = 0.33	
	Cambios de los pagos esperados por el deudor = -1.67	

Para ilustrar el análisis, examinemos el caso de la negociación mexicana. En 1987 este país, anunció un plan para retirar una parte de su deuda antigua a cambio de deuda nueva. La deuda nueva consistía en bonos cupón cero a 20 años, garantizando el principal pero no los intereses con obligaciones de la Tesorería de los USA compradas por México con recursos de sus reservas de divisas. Es decir, que México trataba de realizar un intercambio de deuda al mismo tiempo que usaba recursos internamente generados para recomprar su deuda.

El resultado del experimento mexicano es bien conocido Cuando se recibieron los ofrecimientos de intercambio de la deuda antigua por

los bonos nuevos sólo 3.670 millones de dólares superaban el precio mínimo aceptable para México; estos préstamos se intercambiaron por 2.560 millones de dólares de bonos, garantizados por 492 millones de dólares del aval. Cuando se toma en cuenta el hecho de que la tasa de interés de los bonos nuevos excedía por un pequeño margen a la tasa de interés de la deuda bancaria reestructurada, resulta que la transacción redujo el valor presente de las obligaciones mexicanas casi exactamente en la misma cantidad que habría resultado de una recompra directa en efectivo usando la misma cantidad de recursos. Como conclusión, los mexicanos no pudieron establecer la preferencia, su intercambio de deuda degeneró en una recompra financiada internamente.

#### 4. Los intercambios de deuda por acciones

Este tipo de mecanismo de conversión de deuda por acciones ha sido utilizado por países como Chile, Brasil, México, Venezuela, Argentina, Costa Rica, etc. es decir, por todos los países que han negociado sus deudas en el contexto del Plan Brady. Sin embargo, excepto Chile<sup>14</sup>, los montos negociados han sido más bien modestos en proporción al total de la deuda comercial de cada país.

Los intercambios de deuda por acciones han dado lugar a algunas afirmaciones de todo orden: hay quienes sostienen que atraen capital al mismo tiempo que reducen el pasivo externo de un país, lo cual, de darse sería fabuloso. En cambio hay otros analistas que sostienen que los intercambios de deuda por activos son dañinos en la práctica.

La posición de autores como Bulow y Rogoff respalda la "separabilidad" entre inversión y conversión, entre subsidio estatal a la inversión y la conversión de deuda. Otros autores como Gunther Held<sup>15</sup>, sostienen que las conversiones de deuda para capitalizar empresas tienen por objeto captar la renta económica que posibilita el descuento en el precio de mercado de sus pagarés. Cuando se

---

14. Chile logró reducir a través de este mecanismo cerca del 30% del total de su deuda comercial.

15. Ver Held, Gunther. Op. cit.

financia con recursos de residentes domésticos que repatrian capital comprando pagarés con sus tenencias de divisas localizadas fuera del mercado oficial, son potencialmente beneficiosas para los países deudores.

Para evaluar este debate, debemos hacer un análisis bastante explícito. Lo primero que se observa es que un intercambio de deuda por acciones, no constituye una entrada neta de capital en ninguna circunstancia. El país intercambia simplemente una clase de pasivo externo por otro. El intercambio podría ser conveniente, como veremos en seguida, pero no incrementa la oferta de ahorro interno o, lo que es lo mismo, no aporta recursos para el servicio de la deuda, disminuyendo así el superávit comercial que necesita el país para el servicio de una deuda dada.

La segunda observación es que reducción de deuda no es lo mismo que reducción de obligaciones externas. Cuando se sustituye la deuda por acciones los extranjeros renuncian a su derecho a una corriente futura de servicio de la deuda, a cambio de un derecho a una corriente futura de ganancias repatriadas. El valor presente de las ganancias repatriadas podría ser mayor o menor que el del servicio de la deuda.

Antes de examinar los efectos de una reducción de la deuda compensada por un incremento en las tenencias extranjeras de acciones, se comentará una cuestión previa. Lamentablemente no es siempre cierto que permitir que las compras de acciones se paguen con deuda, conduce a un incremento neto de las tenencias extranjeras de acciones. Este es el problema de la adicionalidad: qué parte de la inversión en acciones que ocurre mediante los intercambios de deuda por acciones, es efectivamente un incremento sobre la inversión que se habría realizado de otro modo?

El caso más obvio en que los intercambios de deuda por acciones no pueden producir una inversión adicional en acciones ocurre cuando el inversionista extranjero revende las acciones a un inversionista nacional y saca de nuevo el efectivo del país. Tal viaje redondo no

es desconocido pero está bien entendido, y los programas efectivos de intercambio de deuda por acciones tratan por lo menos de impedir tal abuso.

El caso más dramático es aquel en que se usa un intercambio de deuda por acciones para financiar una inversión que se habría hecho de todos modos. Es posible que el ejemplo más destacado sea la construcción de la planta Nissan en México, que según comentarios de prensa, su construcción estaba prevista antes de que este país implemente su programa de conversión de deuda por acciones. Pero dada la oportunidad, la Nissan financió la construcción de su planta a través del mecanismo en referencia, aprovechando naturalmente, el descuento que le ofrecía la operación y de hecho la empresa ya no financiaría la inversión en efectivo, sino a crédito de largo plazo.

Así mismo, se debe advertir, que en el mejor de los casos, si la adicionalidad llega al 100% un intercambio de deuda por acciones representa una entrada nula de capital neto. Así pues, en la medida en que el intercambio tenga una adicionalidad menor de 100% el resultado será una salida de capital.

Así pues, se requiere un alto grado de adicionalidad para que los intercambios de deuda por acciones constituyan un intercambio real de activos. De otro modo, los intercambios degenerarían en una recompra de la deuda en efectivo disfrazada, de ordinario en términos menos favorables para el deudor en relación con los que podrían haberse obtenido mediante una recompra explícita.

Pero supongamos que puede elaborarse un programa de intercambio de deuda para asegurar un alto grado de adicionalidad. La siguiente cuestión es si el programa reduce efectivamente el pasivo externo de un país en el sentido de que reduzca el valor presente de los pagos a los extranjeros. La respuesta no es necesariamente que todo depende del monto del premio que los extranjeros estén dispuestos a pagar para convertir su deuda en acciones. Esto depende a su vez de varios factores, pero sobre todo de la misma consideración que determina la viabilidad de la reducción de la deuda mediante la

emisión de deuda nueva. Es decir, los inversionistas deberán formarse un juicio sobre la preferencia de las acciones frente a la deuda.

Si puede lograrse que la preferencia de las acciones sobre la deuda sea creíble, los intercambios de deuda por acciones tendrán los mismos efectos cualitativos que los intercambios de deuda por deuda, en los que la deuda nueva tiene preferencia.

Aunque no reduzca las obligaciones de un país, un intercambio de deuda por acciones puede tener otras ventajas. La repatriación de las ganancias se hará de ordinario después del servicio de la deuda al que reemplaza, de modo que un intercambio exitoso mejorará la posición de liquidez de un país. Los intercambios de deuda por acciones pueden servir también a otros propósitos, tales como la inversión extranjera directa de la que se esperan algunos beneficios económicos secundarios<sup>16</sup>.

#### **LOS BENEFICIOS DESDE EL PUNTO DE VISTA DEL PAIS DEUDOR<sup>17</sup>**

Los beneficios del programa de conversión son dudosos. En particular, el resultado neto dependerá de la forma precisa que adopten las conversiones. Según los defensores del mecanismo, tales programas constituyen una alternativa voluntaria y de mercado para reducir el stock de deuda externa y, por consiguiente, mejorar los indicadores de solvencia de los países deudores. Adicionalmente, la conversión de deuda externa en capital (cuando los programas están diseñados de tal forma que los recursos deben dedicarse a desarrollar nuevas actividades) es presentada como un mecanismo de estímulo directo a la inversión y al incremento de la capacidad productiva.

Desde el punto de vista de sus efectos sobre la balanza de pagos, los defensores de los programas de conversión subrayan que, a través de este

---

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

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

mecanismo, se sustituyen pasivos financieros que deben ser servidos a las tasas de interés del mercado internacional, por inversiones directas cuya rentabilidad tendría una correlación positiva con el ciclo económico. En aquellos casos en que los programas son complementados con restricciones a la repatriación del capital o a la remisión de utilidades, la conversión de deuda en acciones puede contribuir a aliviar, en el corto plazo, la restricción de divisas. Algunos analistas subrayan, asimismo, que la existencia de programas de conversión pueden acelerar la ejecución de proyectos de inversión en el caso en que los inversionistas consideren que el sustituto implícito en el mecanismo tiene un carácter transitorio.

La experiencia indica, sin embargo, que estos beneficios tienen, en el mejor de los casos, una importancia relativa y que son la mayoría de las veces, contrarrestados por diversos impactos negativos.

## EL IMPACTO EN EL MERCADO SECUNDARIO

Aunque el mercado secundario de deuda de los países en desarrollo tiene ya varios años de existencia, no fue objeto de atención pública hasta 1986, cuando las cotizaciones de los descuentos del mercado secundario sobre la deuda de varios países se hicieron cada vez más visibles. Una importante razón para la creciente actividad y publicidad que se le ha dado a este mercado fue el creciente desempeño del mercado de las recompras de deuda<sup>18</sup>.

Uno de los aspectos más atractivos, para quienes buscan una eventual solución de mercado a la situación de la deuda internacional que se presentó durante los años ochenta, es que los precios de descuento pueden ofrecer una indicación fehaciente del verdadero valor de la deuda insoluta de varios países. Quienes siguen este criterio insisten en que se trata de un mercado activo, que funciona bien y en el que el encuentro de compradores y vendedores se realiza sin compulsión.

En lo que respecta al impacto monetario y fiscal de los programas de conversión, existe un consenso generalizado sobre su potencial

---

18. Un análisis amplio véase en 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.

inflacionario, derivado de la expansión de la liquidez provocada por la adquisición de los pagarés, cuando ésta se realiza a cambio de efectivo y no se implementan acciones de esterilización. No obstante, en este último caso pueden producirse efectos fiscales de consideración, dado que la deuda interna que deben asumir las autoridades generalmente tienen un costo significativamente mayor que los pasivos externos que se sustituyen. Cuando la conversión se realiza contra entrega de títulos no existe un efecto inflacionario directo sino derivado del probable incremento en las tasas de interés generado (ceteris paribus) por las nuevas colocaciones. En cualquier caso se mantienen las implicaciones fiscales derivadas del mayor costo relativo del servicio de la deuda interna. Por cierto, si la capitalización se destina a la privatización de activos en manos del sector público, los efectos monetarios y fiscales no se registran, pero se produce de hecho una descapitalización del Estado.

El efecto sobre la inversión y la asignación de recursos se deriva de la existencia de un subsidio a las operaciones de capitalización que, en la práctica, equivale a la aplicación de un tipo de cambio preferencial. A través de este mecanismo pueden estimularse (de no tomarse precauciones respecto al destino de las inversiones) operaciones que impliquen una asignación poco eficiente de recursos, desde el punto de vista de la generación de divisas en el futuro o de un desarrollo armónico de la economía nacional.

Las consecuencias sobre la balanza de pagos y el flujo de divisas se derivan, por su parte, del efecto potencialmente diferente del compromiso de servir pasivos financieros contraídos con el exterior y de la eventual repatriación del principal y remisión de utilidades extranjeras. Aún más si los programas de conversión no se acompañan de un incremento neto de la inversión extranjera (adicionalidad superior al 100%), su efecto sobre el flujo de divisas podría ser, aun en el corto plazo negativo.

#### **CANJES DE DEUDA POR NATURALEZA Y PARA FINES SOCIALES.**

Las inversiones para realizar operaciones de conversión de deuda para financiar proyectos ecológicos y sociales, por su naturaleza son diferentes a transacciones de carácter eminentemente comercial. La

administración de bienes públicos y de proyectos sin fines de lucro individual requiere de un análisis especial, que reconozca que la libertad económica es un requisito esencial de la libertad política<sup>19</sup>. La decisión de cooperación entre las personas para lograr objetivos de bienestar comunes, debe ser respetada tanto por el Gobierno como por los agentes privados.

En lo que tiene que ver con el marco teórico de los canjes de deuda por naturaleza, este se basaría en los argumentos de la "Economía del Bienestar" que explica la manera en que se identifican y se logran asignaciones de recursos socialmente óptimas y eficientes<sup>20</sup>.

El moderno enfoque de la economía del bienestar se basa en el concepto de "optimalidad de Pareto" que es una situación en la cual ninguna redistribución admisible de los productos de la economía podría incrementar el nivel de utilidad de una o más economías domésticas sin rebajar el nivel de utilidad de cualquier otra economía doméstica.

Conviene destacar que existen ingentes recursos en el exterior, provenientes de Organismos No Gubernamentales, ONGs, y agencias de gobiernos, principalmente en Europa, USA y Japón, dispuestos a financiar programas de conversión de deuda por la vía de donación, para proyectos específicos (sociales y especialmente programas de protección al medio ambiente y a la biodiversidad). En este sentido, respetando la soberanía de las preferencias de los donantes, un programa de conversión de deuda para financiar proyectos sociales y ecológicos no puede calificarse negativo per-se, si se logra conjugar los intereses del país en materia social y ambiental, y armonizarlo con los objetivos macroeconómicos del programa de gobierno del país deudor.

---

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

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

Teóricamente, existe una importante condición necesaria para un óptimo económico, cuando se trata de bienes privados, las tasas marginales de sustitución de los bienes  $x$   $\wedge$   $y$  ( $MRS_{xy}$ ) deben ser iguales a la tasa marginal de transformación entre tales bienes ( $MRT_{xy}$ ). Así tendremos

$$MRS_{xy_1} = MRS_{xy_2} = MRT_{xy} \quad (1)^{21}$$

Cuando existe la presencia de externalidades, como en el caso de bienes públicos<sup>22</sup>, utilizamos la ecuación de Samuelson:

$$MRS_{xy_1} + \dots + MRS_{xy_n} = MRT_{xy} \quad (2)^{23}$$

Es decir, la disponibilidad de cada persona que disfrutará del "bien público" debe, para alcanzar optimalidad, ser igual al costo del "bien público". Supongamos, por ejemplo, que existe un millón de personas dispuestas a pagar un dólar para conocer una reserva de bosques primarios. Si este bosque vale en el mercado de bienes raíces US\$ 900.000, tiene sentido económico que el gobierno facilite su financiamiento para convertirlo en parque nacional, ya que la rentabilidad asegurada con el ingreso del millón de personas, sería mayor que su costo de transformación. En teoría, suponiendo continuidad en la inversión, el gobierno debería continuar invirtiendo la utilidad de US\$ 100.000 en bosque, hasta que se realice la condición (2).

Si aceptamos que los bienes públicos a los que se refieren, supuestamente, los programas de canje de deuda para actividades sociales o ambientales son bienes valorados en forma diferente por países ricos y pobres<sup>24</sup>, y que los descuentos de la deuda en el mercado secundario son altos<sup>24</sup>, entonces tendremos que preocuparnos de que las  $MRS_{xy}$  de los ecuatorianos, agregadas, sean menores que su contribución al presupuesto del proyecto,

21. Se trata de la ecuación para equilibrio general si no existen externalidades.

22. Por ejemplo las Islas Galápagos son consideradas un bien público.

23. Véase Samuelson, Paul, "Diagrammatic Exposition of a Theory of Public Expenditure", Review of Economics & Statistics No. 37, 1955

24. El descuento en el mercado secundario para los títulos de la deuda externa ecuatoriana, actualmente, es de aproximadamente 50%.

es decir su parte de la  $MRT_{xy}$ , la misma que refleja el aporte local. Para entender qué parte del proyecto beneficia a los ecuatorianos, dividimos la ecuación (2) para la  $MRT_{xy}$ :

$$\frac{MRS_{xy-ext.}}{MRT_{xy}} + \frac{MRS_{xy-loc.}}{MRT_{xy}} = \frac{MRT_{xy}}{MRT_{xy}}$$

$$\text{Part.\% ext.} + \text{Part.\% loc.} = 1 \quad (3)$$

La ecuación (3) representa el desglose de la inversión total del proyecto.

Expandiendo el ejemplo, si sabemos que el bosque en referencia, contendrá otro tipo de valores adicionales a su valor estético, en términos de mejorar la calidad del ambiente, de biodiversidad, etc., Martínez Alier plantea la idea de que en el sur somos "demasiado pobres para ser verdes". Esto sugiere que habrá más personas dispuestas a pagar el hipotético dólar en Alemania, Suecia y otros países ricos y con una cultura ecológica mayor. Joseph Vogel<sup>25</sup> plantea una idea complementaria, de que la biodiversidad se hace cada vez más un insumo precioso en los países ricos con ventajas comparativas en biotecnología. En términos de la ecuación (3), es bien posible que la suma de las disponibilidades a pagar en Ecuador sea menor que la correspondiente suma en el extranjero. Entonces, será la tasa de descuento la que influirá en la toma de decisiones para actualizar el valor presente de las disponibilidades futuras.

Como se vio anteriormente, los precios de la deuda no garantizada, pueden bajar como consecuencia de la firma de los últimos acuerdos suscritos por la autoridades económicas del país. Por lo tanto un mecanismo de conversión de deuda para financiar proyectos con fines ambientales y sociales, deberá contemplar la necesidad, de que dicho descuento sea compartido con el país, a fin de asegurarse, que las preferencias de los donantes extranjeros, no sean más representativas que su donación en la asignación de bienes públicos ecuatorianos.

---

25. Vogel, Joseph, 'Genes for Sale', New York, Oxford, 1994.

## II. DESCRIPCIÓN DE LOS MECANISMOS DE CONVERSIÓN DE DEUDA APLICADOS EN EL ECUADOR

### 1. MECANISMO DE CONVERSIÓN DE DEUDA PARA COMPENSACIÓN DE PASIVOS

Mediante Regulación No. 181-84 del 27 de julio de 1984, la Junta Monetaria autoriza al Banco Central del Ecuador, BCE, para que reciba en compensación de créditos que el sistema financiero nacional tenga a favor del BCE, las Cuentas Especiales en Divisas<sup>26</sup> que el BCE, a su vez, tenga a favor de la respectiva institución financiera como resultado de la sucretización de la deuda externa privada asumida por el BCE. Al amparo de esta regulación se registraron conversiones por US\$ 19.4 millones en 1984 y US\$ 23 millones en 1985, que dan un subtotal de US\$ 42.4 millones.

El 21 de marzo de 1986 se emite la Regulación No. 331-86, mediante la cual la Junta Monetaria autoriza al BCE para que reciba en compensación de créditos que el sistema financiero nacional tenga a favor del BCE y/o para cubrir deficiencias de encaje bancario mínimo, títulos de la deuda externa privada asumida por el BCE que cancelen las Cuentas Especiales en Divisas, que a su vez mantiene el BCE con los bancos privados internacionales. De acuerdo a lo que dice la Regulación, esta compensación se aplicará únicamente para las instituciones financieras nacionales y sólo hasta los montos de divisas de su propiedad en calidad de titulares originales de las cuentas especiales. La tasa de cambio aplicable para liquidar las Cuentas Especiales en Divisas será igual a la tasa de intervención de compra, vigente al día de la compensación.

Al amparo de esta regulación se convirtieron US\$ 47.2 millones durante 1986; US\$ 89.7 millones durante 1987 y US\$ 251.2 millones durante 1988, sumando un subtotal de US\$ 388.1 millones, que sumados a los US\$ 42.4 millones convertidos entre 1984 y 1985, registran un total de US\$ 430.5 millones, equivalentes al 7.5% del saldo de la deuda comercial registrada a 1988.

---

26. Se les denominó así a las cuentas que se abrieron en el pasivo de los balances del BCE para cada uno de los bancos acreedores del exterior.

Como se puede observar en el Cuadro No 5, el total de la deuda reducida al amparo de los mecanismos descritos fue de US\$ 430.5 millones, equivalentes a aproximadamente el 33% del total de la deuda privada asumida por el BCE y al 8.26% de la deuda total ecuatoriana con los bancos comerciales.

Cuadro No. 5

**Operaciones de conversión de deuda externa  
efectuadas por el Banco Central del Ecuador**  
(Cifras en US\$)

Años	Destino de las Operaciones			Total Deuda Nominal	Descuento Mercado Secund. <sup>1</sup>	Descuento BCE <sup>2</sup>
	Compens.pas ivos	Capitaliza ción	Beneficio social y Naturaleza			
1984	19.416.408			19.416.408		
1985	22.991.595			22.991.595		
1986	47.226.902			47.226.902	66.0	
1987	89.713.093	37.152.921		126.866.014	38.0	
1988	251.169.229	4.906.941	5.000.000	261.076.171	13.5	
1989			32.000.000	32.002.503	15.0	18,75
1990			45.339.953	45.339.953	20.5	37,66
1991			19.775.261	19.775.261	23.5	50,00
1992			49.750.000	49.750.000	32.0	36,03
1993			2.058.824	2.058.823	51.8	50,00
TOTAL	430.517.229	42.059.862	153.924.037	626.503.632		

1. Cotización Promedio Referencial

2. Porcentaje promedio

## 2. CONVERSIÓN DE DEUDA PARA CAPITALIZACIÓN DE EMPRESAS

En diciembre 3 de 1986 y en febrero 9 de 1987 se expidieron las Regulaciones de Junta Monetaria Nos. 395-86 y 408-87 por las que se autorizaba operaciones de conversión de deuda en inversión accionaria local siempre que el beneficiario de los recursos en moneda nacional cancele en la misma cantidad las obligaciones internas que adeuden al Banco Central. Igualmente, el 26 de enero de 1987, el Ministerio de Industrias Comercio Integración y Pesca, MICIP, emitió la Resolución No. 104 por la cual, a este tipo de inversión tenían acceso preferente los siguientes sectores: agricultura, pesca, agro-industria, manufactura, minería, turismo, forestación, finanzas y seguros.

La operación del mecanismo se hizo factible en razón de que el denominado Acuerdo de Consolidación suscrito por el Gobierno Ecuatoriano con la banca privada internacional en 1986, preveía la posibilidad de que la deuda privada asumida por el Banco Central y cuyos pagos se depositen en las Cuentas Especiales en Divisas, se conviertan en inversión calificada, siempre y cuando las condiciones del instrumento que la sustituya mantengan al menos los plazos y montos de amortización que la deuda refinanciada.

En el Anexo No. 1 se destacan los principales aspectos de la Reg. 408-87 de febrero 9 de 1987 que establece las condiciones de operación del mecanismo.

La repatriación de la inversión se realizaría en los plazos que para cada caso determine el Banco Central y las transferencias de utilidades al exterior una vez transcurridos cuatro años, contados a partir de la fecha de registro de la inversión en el Banco Central del Ecuador.

Una condición fundamental para el potencial inversionista, consistía en ser titular de una cuenta especial en divisas que el Banco Central mantenga como consecuencia del proceso de sucretización de la deuda externa privada, a favor de los acreedores externos.

Las compañías capitalizadas dentro de este esquema debían pagar al mismo tiempo por un valor equivalente al de los recursos capitalizados, obligaciones directas o indirectas, vencidas o por vencer que posean con instituciones bancarias o financieras intermediarias para que éstas, a su vez, paguen obligaciones por igual valor al Banco Central en los términos establecidos por la Junta Monetaria. Es decir, de acuerdo a este esquema, como producto de la capitalización de la deuda no ha ingresado moneda nacional a la empresa receptora, pero en cambio han reducido sus pasivos en un monto igual al de la capitalización.

De otro lado, la cancelación de la obligación en divisas proveniente de la deuda externa capitalizada, se realizó a su valor nominal y en base a la cotización vigente en el mercado de intervención del Banco Central, a la fecha de notificación por parte del respectivo titular de la cuenta, de la reducción del tramo o tramos de deuda anexos al Convenio de consolidación, vigente a esa fecha.

Una vez aprobada la solicitud de conversión por parte de la Junta Monetaria, la empresa receptora de la inversión debía cumplir con todos los trámites previstos en las leyes correspondientes.

Las posibilidades de inversión a través del mecanismo de capitalización ascendían a alrededor de US\$ 1.300 millones, monto equivalente al total de la deuda del sector privado, asumida por el Banco Central y contenida en el Convenio de Consolidación.

Este mecanismo, durante los meses de vigencia, dio como resultado la conversión de deuda en capital por parte de 8 empresas, en un monto global de alrededor de US\$ 42 millones, invertidos en los siguientes sectores:

Bancario y financiero	US\$ 17 millones
Pesquero	US\$ 14 millones
Comercial	US\$ 7 millones
Industrial	US\$ 3 millones
Construcción	US\$ 1 millón
TOTAL	US\$ 42 millones

De la información precedente se advierte que la actividad bancaria y financiera se benefició con aproximadamente el 40% del monto global invertido a través del mecanismo. En general, se puede hablar de montos modestos de inversión en los demás sectores.

Los US\$ 42 millones de conversión de deuda externa para capitalización de empresas corresponden apenas al 3.2% de la deuda elegible para este tipo de transacciones equivalente a US\$ 1.300 millones de la deuda externa privada asumida por el BCE y al 0,73% de la deuda total con la Banca Privada.

El precio de la deuda ecuatoriana durante el período de vigencia de este mecanismo (febrero-agosto 1987) se cotizó con un descuento de alrededor del 45.93%.

Conviene destacar que, en este tipo de operaciones, el Banco Central del Ecuador como deudor oficial y representante del Estado Ecuatoriano, no participó del descuento que involucraba la transacción, al adquirir los títulos de la deuda externa ecuatoriana en el mercado secundario. El inversionista cancelaba el valor nominal de créditos con el valor nominal de las cuentas en divisas. La liquidación de las divisas producto de la operación de conversión para cancelar el crédito en sucres, se la realizó al tipo de cambio de intervención del Banco Central.

De este modo, los inversionistas, deudores del Banco Central a través de cuentas especiales (beneficiarios de la sucretización de la deuda privada externa), podían acceder al mecanismo de conversión

para cancelar sus obligaciones con el Banco Central, beneficiándose integralmente del descuento existente en el mercado secundario y consecuentemente, mejorando considerablemente su posición financiera.

En agosto de 1987, mediante Resolución de Junta Monetaria No. JM-252-SMC, las autoridades monetarias decidieron suspender el proceso de capitalización de la deuda externa, argumentando la necesidad de revisar el mecanismo para gradualizar la capitalización misma y replantear los sectores estratégicos a los cuales debería dirigirse la conversión de deuda externa en capital.

### 3. MECANISMO DE CONVERSIÓN DE DEUDA PARA FINANCIAR PROYECTOS SOCIALES Y DE MEDIO AMBIENTE.

A partir de 1988, se instauró el mecanismo de conversión de deuda externa para financiar proyectos de carácter social y de protección al medio ambiente con recursos provenientes de donaciones del exterior.

Estas operaciones se instrumentaron a través de la expedición de regulaciones de la Junta Monetaria, ya sea de aplicación general o especial que enmarcaban al mecanismo en el contexto de los convenios de reestructuración de la deuda vigentes.

Así, cada regulación establecía las características básicas de los proyectos para que califiquen para optar por el mecanismo. Se definía el proyecto a ser financiado, el precio de reconocimiento de la deuda (participación por parte del Banco Central del Ecuador, BCE, del descuento que regía en el mercado secundario), la forma de pago por parte del BCE del valor correspondiente a la conversión, el marco legal e institucional para la aprobación de las operaciones, entre otras.

En total el monto de la deuda convertida mediante resoluciones especiales expedidas por la Junta Monetaria para financiar proyectos

sociales y de conservación ecológica, ascienden a US\$ 100.750.000,00<sup>27</sup>.

En octubre de 1989, atendiendo numerosos pedidos de diferentes entidades y ONGs, la Junta Monetaria amplía el mecanismo mediante la expedición de la Reg. No. 637-89, de aplicación general para financiar proyectos y actividades de carácter social ejecutadas por organismos sin fines de lucro. Esta regulación estuvo vigente hasta junio de 1991.

La deuda elegible para optar por el mecanismo seguía siendo la deuda privada externa asumida por el BCE y refinanciada a través del Acuerdo de consolidación<sup>28</sup>.

El objetivo del mecanismo, de acuerdo a lo que consta en la Reg. 637-89, además de reducir el saldo de la deuda externa, perseguía atraer recursos del exterior para financiar proyectos considerados de interés para el país. A fin de asegurar que los recursos provengan del exterior y que no ocasionen ningún problema en el manejo del sector externo, la condición fundamental para las entidades sin fines de lucro que estaban interesadas en llevar adelante los proyectos, era de que éstas, previamente, prueben que los recursos disponibles para la conversión provenían de una donación por parte de alguna institución domiciliada en el exterior o, en su defecto, que los títulos de deuda externa habían sido donados directamente por alguna institución domiciliada en el exterior y asignada a la institución ejecutora del proyecto.

---

27. La Junta Monetaria concedió autorizaciones individuales de conversión de deuda externa para obras de carácter social, mediante resoluciones especiales a las siguientes instituciones y ONGs: Fundación Matura (1988, US\$ 10 millones), la Iglesia Ecuatoriana a través de la Conferencia Episcopal (1988, US\$ 5 millones, 1989, US\$ 20 millones, 1991, US\$ 28 millones y 1992, US\$ 20 millones) la Fundación General Ecuatoriana (1989, US\$ 2 millones), Corporación PAI (1991, US\$ 1 millón), Diócesis de Portoviejo (1992, US\$ 12.5 millones) y Convento de Santo Domingo (1992, US\$ 2.25 millones).

28. Es importante destacar que, no obstante que el Convenio Quinto de Refinanciamiento con el Club de París también incluía la posibilidad de realizar operaciones de conversión de la deuda con los países miembros de ese organismo (especialmente con aquellos gobiernos que expresamente lo hacían constar en los respectivos convenios bilaterales), en el período de análisis no se efectuaron conversiones de deuda bilateral. Así mismo, conviene señalar que el Sexto convenio de Refinanciamiento con el club de París, actualmente vigente, también incluye disposiciones al respecto.

Los aspectos básicos de la Regulación 637-89 y del reglamento operativo del mecanismo se destacan en el Anexo No. 2.

En total se financiaron 17 proyectos orientados a las siguientes áreas: salud (4), educación (5), apoyo al sector rural y agrícola (7) y restauración (1).

El valor nominal de la deuda convertida al amparo de esta regulación fue de US\$ 36.145.261,00. El Banco Central adquirió los títulos de la deuda convertida al 50% de su valor nominal<sup>29</sup>.

En total, al amparo de la regulación 637-89, se convirtieron US\$ 36.1 millones. Este mecanismo, como ya se señaló anteriormente se suspendió el 31 de diciembre de 1991.

### **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, las principales constan en el Anexo No. 3.

En cuanto a las fuentes de los recursos para la adquisición de los títulos de la deuda en el mercado secundario, la disposición se mantiene en el sentido de que éstas 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 50% de descuento, etc.

En este segundo período de vigencia del mecanismo que duró hasta el

---

29. Los organismos beneficiarios fueron los siguientes: Care Internacional Ecuador (US\$ 3.5 millones), Club Rotario Quito (US\$ 5 millones), Fundación Caspicara (US\$ 100.000), Sociedad de Beneficencia, Guayaquil, (US\$ US\$ 1 millón), Fundación Capacitar (US\$ 5 millones), Fe y Alegría (US\$ 470.000), Fundación Acción para el Desarrollo (US\$ 2.3 millones), Sociedad para el Desarrollo de la Educación SEDES (US\$ 3 millones), Fundación Pablo Jaramillo Crespo (US\$ 700.000), Fundación Niñez Internacional (US\$ 5 millones), Fundación Pedro Vicente Maldonado (US\$ 400.000), Plan Internacional Ecuador (US\$ 1.3 millones), Asociación Tierra Nueva (US\$ 869.565), S.O.S. Aldea del Niño, Ecuador, (US\$ 1 millón), Fundación Offsetec (US\$ 333.333), Fundación Ciencia (US\$ 5 millones), Fundación Chicos de la Calle (US\$ 1.2 millones).

30 de junio de 1992, se presentaron 30 solicitudes, de las cuales únicamente se autorizaron 4, invirtiéndose US\$ 17.1 millones<sup>30</sup>.

En síntesis, el monto global de la conversiones realizadas en el país entre 1984 y 1993, en el marco de regulaciones específicas de la Junta Monetaria, ascendieron a US\$ 626.5 millones, equivalentes al 11,39% del saldo de la deuda comercial del país al 31 de diciembre de 1993 (US\$ 5.501.6 millones). De este monto (US\$ 626.5 millones), la distribución por destino de las operaciones fue el siguiente:

Para **compensación de pasivos** US\$ 430.5 millones, equivalentes al **68.7%** del monto total convertido.

Para **capitalización de empresas** US\$ 42.0 millones, equivalentes al **6.71%** del monto total convertido.

Para financiar operaciones de conversión de deuda para financiar **proyectos sociales y del medio ambiente** US\$ 153.9 millones, equivalentes al **24.57%** del monto total convertido.

#### ANÁLISIS COMPARATIVO CON MECANISMOS DE CONVERSIÓN DE DEUDA APLICADOS EN OTROS PAISES LATINOAMERICANOS.

Los programas de conversión descritos y aplicados en el país entre 1987 y 1993, en cuanto a su forma, contienen algunas similitudes con los mecanismos de conversión aplicados en otros países de la región. sin embargo, en cuanto a sus objetivos, características y montos relativos, más cuentan las diferencias.

En 1989 **Venezuela** se implemento un Programa de Conversión de Deuda en 1989, por un monto de US\$ 3.000 millones de valor nominal, equivalente al 14,56% de su deuda comercial. También en Venezuela se creó una Comisión Interinstitucional para la administración del mecanismo y la adjudicación de los montos de conversión se efectuó mediante un sistema de subasta

---

30. Los proyectos fueron ejecutados por las siguientes organizaciones: Fundación Grupo Esquel (US\$ 5 millones), Fundación Leonidas Ortega Moreira (US\$ 5 millones), Fundación Medardo Cevallos (US\$ 5 millones) y, Fundación Wilson Popenoe (US\$ 2.1 millones).

tomando como base una tasa referencial básica fijada previamente por la Comisión. La forma de pago podía ser mediante la entrega de bolívares o de títulos de deuda pública interna o una combinación de ambas modalidades. La reexportación de capitales podía efectuarse una vez transcurridos trece años de la fecha de registro de la inversión. La remisión de utilidades durante los tres primeros años a partir del registro de la inversión no podía exceder el 10% anual de la respectiva inversión.

En 1990 México estableció un Programa de Intercambio de Deuda Pública Externa por Capital que involucró un monto de US\$ 3.500 millones de valor nominal de la deuda elegible del paquete financiero 1989-1993 (6.6% de la deuda comercial). El mecanismo fue administrado por un Comité Técnico Interinstitucional creado especialmente para tal efecto. Los derechos de intercambio se asignaron a través de un mecanismo de subastas y de acuerdo a las tasas de descuento ofrecidas en las posturas, cuyo nivel mínimo debía ser de 35%. Podían acceder al mecanismo tanto nacionales o como extranjeros. El programa de capitalización mexicano era uno de los componentes del Paquete Financiero 1989-1992, suscrito por México con la banca comercial en febrero de 1990.

Chile, es el país con mayor experiencia en este tipo de programas por lo significativo del monto convertido en relación con sus deuda global (aproximadamente el 29% de los pasivos totales con la banca comercial, entre 1985 y 1988)<sup>31</sup>. Este país no implementó programas de conversión para financiar proyectos sociales y del medio ambiente y más bien la mayor proporción de conversiones estuvo dirigida a la capitalización de empresas. Las transacciones se efectuaron por medio de una subasta a un precio máximo del 87% del valor nominal de los papeles. El mecanismo fue administrado por el Banco Central de Chile.

Costa Rica también implementó un programa de conversión para

---

31. Ver Larrain y Velasco: Pueden las conversiones de deuda resolver la crisis?: enseñanzas de la experiencia chilena, 1990. Según este documento, del monto total de los canjes efectuados (4.2 millones de dólares entre 1985 y 1988), aproximadamente la mitad correspondía a recompras de deuda y la otra mitad a diversas clases de conversión de deuda en capital accionario. El mecanismo más frecuentemente usado permitía a los ciudadanos chilenos capitalizar empresas en apuros mediante la conversión de certificados de deuda de dichas empresas, compradas con descuento en el mercado secundario. Gracias a su capacidad de emitir títulos de deuda interna Chile no se vió en la necesidad de emitir dinero para financiar las recompras.

capitalización de empresas fundamentalmente, y en menor escala para la conservación de parques nacionales, por un monto de US\$ 180,0 millones de valor nominal, monto que representa aproximadamente un 15% de la deuda comercial de dicho país<sup>32</sup>. El mecanismo también fue administrado por el Banco Central de Costa Rica.

---

32. De acuerdo una publicación del Banco Central de Costa Rica de junio de 1988, el precio promedio de conversión fue de un 65%, con lo cual el gobierno se benefició de un 35% del descuento, en relación a su precio en el mercado secundario.