



# ENSAYOS

sobre política económica

---

## *Negociación y capitalización de la deuda externa*

Roque B. Fernández.

Revista ESPE, No. 11, Art. 02, Junio de 1987  
Páginas 73-89



Los derechos de reproducción de este documento son propiedad de la revista *Ensayos Sobre Política Económica* (ESPE). El documento puede ser reproducido libremente para uso académico, siempre y cuando nadie obtenga lucro por este concepto y además cada copia incluya la referencia bibliográfica de ESPE. El(los) autor(es) del documento puede(n) además colocar en su propio website una versión electrónica del documento, siempre y cuando ésta incluya la referencia bibliográfica de ESPE. La reproducción del documento para cualquier otro fin, o su colocación en cualquier otro website, requerirá autorización previa del Editor de ESPE.

# Negociación y capitalización de la deuda externa

Roque B. Fernández\*

## Resumen

*Existen varias propuestas tendientes a solucionar el problema de endeudamiento de los países en desarrollo que van desde el repudio unilateral hasta diferentes formas de negociar con acreedores algún tipo de condonación de la deuda externa. Alternativamente, existe una propuesta de amortización de la deuda externa aprovechando las ventajas que ofrece el mercado secundario que puede ser mutuamente beneficiosa para ambas partes, si se logran ciertas condiciones relacionadas al refinanciamiento de intereses. El propósito de este trabajo es analizar en forma general las diferentes propuestas así como también el régimen de capitalización de deuda recientemente propuesto por el gobierno argentino.*

---

## I Introducción

---

Si lo que comúnmente se denomina el "Problema de la Deuda" es un desequilibrio de flujo de caja —de naturaleza transitoria— o una verdadera crisis de endeudamiento, es materia de controversia donde las opiniones divergen ampliamente. Por un lado, hay políticos, eco-

nomistas y negociadores en representación de los acreedores que favorecen la hipótesis que la mora en el servicio de la deuda refleja la falta de voluntad de las autoridades económicas y políticas de tomar las medidas correctivas fundamentales para restablecer el funcionamiento normal de la economía. Si las medidas

---

\*Director del Centro de Estudios Monetarios de la Argentina (C.E.M.A.)

correctivas necesarias fueran decididamente ejecutadas —se argumenta—, la credibilidad se restablecería en forma inmediata, los desequilibrios encontrarían rápido financiamiento y el “problema de la deuda” dejaría de ser ‘problema’.

Por otra parte, existen políticos, economistas y negociadores por parte de los países deudores —normalmente funcionarios públicos— favoreciendo la hipótesis de que los préstamos otorgados a los países en desarrollo durante la pasada década fue un grave error que dio lugar a la situación actual que no se duda en calificar como una aguda crisis de endeudamiento. También se argumenta que corresponde a los acreedores asumir la responsabilidad y soportar las consecuencias de un programa de condonación de deudas.

Estas opiniones tan divergentes podrían ser relevantes para comprender cómo y por qué se generó el “problema de la deuda” —si tal problema en verdad existe—; sin embargo, tales opiniones son irrelevantes para encontrar una solución que permita restaurar un funcionamiento adecuado de los sistemas financieros que permita a los países en desarrollo un acceso normal al mercado internacional de capitales. Para ilustrar, supóngase que la primera hipótesis es cierta en el sentido de que no hay un problema real y los inconvenientes que se observan con el servicio de la deuda reflejan la reticencia de las autoridades económicas a tomar las medidas correctivas necesarias para eliminar el desequilibrio flujo en pagos externos. Esto significa que, en un mundo de funcionarios racionales, las “medidas correctivas” se perciben como fuertemente opuestas a la función objetivo que el funcionario maximiza. Sin entrar en mayores detalles, los funcionarios pueden considerar que tales medidas son opuestas a valores superiores de estabilidad demo-

crática dada la existencia de fuertes sectores corporativos, o tal vez más simple, los funcionarios perciben que tales medidas pueden afectarlos adversamente en la próxima contienda electoral. Sin lugar a dudas, las percepciones de los funcionarios pueden ser ocasionalmente correctas o erróneas; sin embargo, tal punto es irrelevante. Desde una óptica rigurosa, corresponde suponer que los funcionarios políticos tienen los incentivos correctos para invertir en mecanismos (encuestas, etc.) que ayuden a formar percepciones correctas. Esto significa que es razonable esperar que, en promedio, los funcionarios políticos no tienen percepciones sistemáticamente erróneas.

Si los funcionarios políticos perciben que las “medidas correctivas” se oponen a valores superiores definidos en su función objetivo, tales medidas pueden considerarse que no pertenecen al conjunto de soluciones factibles; y, por lo tanto, deben descartarse como “solución”. Si en el proceso de servicio de la deuda, un desequilibrio transitorio de caja que no tiene una solución “políticamente factible”, desde un punto de vista pragmático, tal desequilibrio es equivalente a una verdadera crisis de endeudamiento.

Para los países en proceso de desarrollo, una crisis de endeudamiento tiene implicaciones económicas severas. Quizás la más importante de tales consecuencias es la inhibición del crecimiento económico. La morosidad en el servicio de la deuda externa dificulta el acceso al mercado internacional de capital, lo que significa que la inversión en estos países se ve restringida o severamente limitada al mercado doméstico de capitales que, en la mayoría de los casos, sufren de “crowding out” debido al excesivo endeudamiento del sector público. Otra consecuencia adversa —no totalmente

independiente de la que acabamos de discutir— es la sensibilidad de las finanzas públicas a pequeñas variaciones en el servicio de la deuda debido a fuerzas exógenas que afectan la tasa de interés internacional.

El propósito de este trabajo es analizar, dentro de un marco teórico simple, algunas de las propuestas que son objeto de discusión: el proceso de negociación y capitalización de la deuda.

---

## **II Propuestas alternativas al problema de la deuda**

---

Son muchas las propuestas que se discuten en los medios, algunas son propuestas formales y otras no van más allá de simples manifestaciones partidistas o emotivas; y a continuación presentamos un breve resumen ilustrativo más que una presentación detallada de tales propuestas.

Quizás la propuesta más altisonante es aquella que directamente recomienda el repudio de la deuda externa. Esta propuesta, hasta ahora, no parece haber tenido gran aceptación; no obstante, haber sido un tópico frecuente en la retórica de ciertos candidatos en las campañas políticas de los últimos años. Excepto en el caso de Nicaragua, en alguna medida Perú, y recientemente Brasil por un breve período, los países en desarrollo con fuerte endeudamiento no han optado por un repudio formal de la deuda externa. Corresponde también mencionar que, acompañando a tales propuestas de repudio, existen propuestas de cambios más fundamentales que se refieren a una “modificación de orden económico internacional” (sic.) y algunas otras propuestas cuyo análisis está fuera del objetivo perseguido en este trabajo. Lo que

verdaderamente importa dentro de nuestro enfoque es que la propuesta del repudio de la deuda —junto a otras propuestas similares— pueden significar la transformación de la estructura básica de contratos actualmente vigente.

En contraste con la idea de un repudio formal, la propuesta de condonación de la deuda ha tenido una gran aceptación en diferentes países y en un amplio espectro de partidos políticos con diferente persuasión ideológica. Las propuestas de condonación de deuda pueden agruparse en las siguientes categorías: a) Propuesta tipo Plan Marshall; b) El enfoque “stock” para condonación de deudas, y c) El enfoque “flujo” para condonación de deudas.

Aunque la propuesta tipo “Plan Marshall” ha sido mencionada en numerosos foros, uno de los últimos pronunciamientos corresponde a una declaración elaborada por el Vaticano, proponiendo una “ética de supervivencia” y la organización de esfuerzo de rescate de emergencia que “supere al Plan Marshall de la posguerra”. La propuesta es un llamado tanto a los gobiernos de los países desarrollados, organizaciones internacionales, especialmente, el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial, como un llamado a bancos privados y compañías multinacionales para que “manifiesten una mayor predisposición a perdonar en las negociaciones con los países en desarrollo que sufren cargas insoportables por el servicio de la deuda externa”. Aunque la declaración del Vaticano no llega a especificar países, ciertamente especifica al Fondo Monetario Internacional y al Banco Mundial como instituciones con “responsabilidades muy concretas en el área de medidas de emergencia”. Esta propuesta ha sido endosada por la mayoría de las recomendaciones elaboradas por CEPAL y gobiernos de

América Latina. Esta propuesta tiene aspectos comunes con los enfoques flujo y stock de condonación de deuda que a continuación pasamos a discutir.

El enfoque stock de condonación de deuda propone la modificación de los arreglos contractuales para incluir un ajuste inmediato del principal a una magnitud nominal menor cuyo servicio debería ser compatible con la capacidad de pago de los países en desarrollo. Qué determina la "capacidad de pago" de un país es materia opinable y no existe un criterio uniforme. Algunas propuestas vinculan la capacidad de pago al saldo comercial de la Balanza de Pagos (Rodríguez, 1987) y sugieren que el valor nominal de la deuda sufra una merma equivalente al porcentaje que resulta de la diferencia entre el valor nominal y el valor de cotización en el mercado secundario de deuda. Inmediatamente después del ajuste, los países en desarrollo deberían poder restablecer un servicio normal de la deuda.

En contraste con el enfoque stock, la condonación flujo de la deuda ignora el problema del stock y concentra su atención en el flujo de servicio de la deuda, proponiendo su reducción a través de límites a la tasa de interés o directamente reduciendo el servicio de la deuda mediante reestructuraciones de plazos o refinanciamiento de intereses. Por supuesto, estos ajustes de intereses y plazos se determinan en relación a la capacidad de pago del país.

Como dijimos antes, la "capacidad de pago" de un país es materia opinable, y particularmente pienso que el saldo de la balanza comercial no es la magnitud correcta para medir la capacidad de pago de un país. Primero, porque la balanza comercial puede variar considerablemente y sólo tiene sentido hablar de un concepto tal como balance comercial "permanente" o

de largo plazo que, a su vez, no es independiente de las políticas comerciales del país. Segundo, existen otros instrumentos de pago, tales como participaciones en empresas públicas o acciones que pueden ser aceptables a los acreedores y, por lo tanto, tener valor "cancelatorio" para fines de la deuda externa: un ejemplo de esto son los "debt-equity-swaps" que se discuten más adelante.

Tanto el enfoque flujo como el enfoque stock para deuda han sido criticados sobre la base de que, llámese condonación o no, esencialmente se trata de establecer un procedimiento para hacer transparente la morosidad o incobrabilidad de parte de la deuda, lo cual, si se extiende lo suficiente a diversos países, constituye una seria amenaza a la estabilidad del sistema financiero internacional. También se argumenta que, aun en el caso de que el sistema financiero logre sobrevivir, la condonación de deuda no significa ventaja alguna para los países en desarrollo porque, ciertamente, implicará restricciones adicionales al flujo de capitales netos hacia estos países y, consecuentemente, se afectará la inversión y el crecimiento de largo plazo. La constitución de reservas por incobrabilidad tomada durante 1987 por los bancos más importantes, en las operaciones de préstamos para países en desarrollo, puede interpretarse tanto como esfuerzos orientados a lograr la supervivencia del sistema como a mejorar la posición negociadora de los bancos en ocasiones futuras.

Quienes argumentan en favor de las propuestas de condonación de deudas enfatizan que el procedimiento actual de refinanciación y reestructuración tienen implicaciones similares para el influjo neto de capitales. Se dice que el estado actual de morosidad e incobrabilidad es ya una realidad, independientemente de lo que

indiquen los registros contables; además, de continuar con este procedimiento “el problema de la deuda” será un lastre que habrá de cargar por décadas desacelerando el crecimiento de los países en desarrollo e incluso en negociaciones interminables con acreedores y organismos multilaterales.

Las propuestas flujo y stock para condonación de deuda han sido endosadas con diferentes grados de entusiasmo por la mayoría de los países deudores, pero han sido recibidas con gran frialdad y escepticismo por los acreedores. Las agencias multilaterales han mantenido una posición neutral y no han endosado propuestas que no tengan el acuerdo previo de las partes que negocian.

Una razón muy simple por la cual los acreedores no aceptan la propuesta de condonación de deuda es porque piensan que —desde su óptica— no es el mejor arreglo posible; y consideran que arreglos del tipo “debt-equity-swap” son preferibles.

Una operación tipo “debt-equity-swap” o, en castellano, “capitalización de la deuda”, consiste en lo siguiente: Primero, un inversor compra la deuda de un país en desarrollo —presumiblemente de un país en mora o, utilizando otros términos, de un país con un programa de reestructuración de deuda— a un precio con descuento en relación al valor nominal. Segundo, el inversor presenta el certificado de deuda al deudor —presumiblemente el Banco Central de un país en desarrollo— para cobrar la totalidad del valor nominal en moneda local. Tercero, el inversor invierte la moneda local en alguna empresa.

La inversión —sujeta a la aprobación de entes oficiales— puede efectuarse en cualquier cosa excepto en activos externos. Usualmente los gobiernos de países deudo-

res, por medio de regulaciones y legislación especial, exige a los inversores declaraciones juradas respecto a especificaciones del proyecto de inversión. Una restricción importante para los programas de capitalización es la existencia de leyes regulando la inversión extranjera y restringiendo el porcentaje de participación extranjera en empresas nacionales. En algunos países los programas de capitalización pueden servir para modificar aspectos importantes de legislación y lograr mercados de capitales con menos restricciones y más abiertos al capital extranjero.

Los procedimientos y regulaciones para capitalización de la deuda en algunos casos son extremadamente complicados y en otros casos son relativamente simples. En la actualidad (1987), el volumen de transacciones no es significativo, dado el stock de deuda de los países en desarrollo que excede los trescientos mil millones de dólares. Algunos países —como es el caso de Chile— con reglas claras y pocas trabas burocráticas han logrado un notable éxito con sus programas de capitalización.

Los programas de capitalización deben considerarse una contribución viable al problema de endeudamiento y, por lo tanto, deben analizarse detenidamente teniendo en cuenta, entre otros, los siguientes puntos: Primero, es correcto pensar que la calificación crediticia —o reputación— de un país depende de la voluntad de sus autoridades para atender sus obligaciones externas; y se entiende que un país con programas de capitalización de deuda está buscando soluciones concretas y no simplemente lamentándose sobre lo difícil que es cumplir con los compromisos externos. Mientras mejor es la reputación de un país, mejores serán las condiciones financieras que enfrentará. Sin embargo, hacer un esfuerzo por mejorar la reputación amorti-

zando parcialmente la deuda con programas de capitalización puede no ser óptimo si en el futuro se produce una condonación generalizada de la deuda. Segundo, la tasa de cambio a la cual se intercambia deuda por acciones es normalmente uno a uno, esto significa que la depreciación del mercado secundario de la deuda no tiene beneficio para el país, ya que la brecha entre el valor de rescate y el valor de mercado secundario lo capta el intermediario. Hay algunos esquemas que se han diseñado para que el país deudor capte la brecha que se discuten más adelante.

### III Mercado secundario de deuda

La compra a descuento de la deuda de países en desarrollo se lleva a cabo en mercados secundarios que no están formalmente organizados. La información que se dispone se encuentra en revistas especializadas y periódicos que, a su vez, se obtiene de instituciones de intermediación financiera que participan en algunas de las operaciones que se conocen. El cuadro 1 muestra

CUADRO 1

#### Cotizaciones del mercado secundario de deuda

País	Precio de Mercado	
Argentina	62% - 67%	Transacciones privadas
Bolivia	10% - 15%	No hay transacciones
Brasil	76% - 78%	Capitalización
Chile	68% - 69%	Capitalización
Colombia	84% - 87%	Sin reestructuración
Costa Rica	36% - 40%	Pocas transacciones
República Dominicana	30% - 35%	Pocas transacciones
Ecuador	64% - 66%	Transacciones privadas
El Salvador	50% - 55%	Pocas transacciones
Guatemala	50% - 55%	Pocas transacciones
Honduras	n.d.	No disponible
México	57% - 58%	Capitalización
Nicaragua	0% - 5%	Sin transacciones
Panamá	67% - 70%	Transacciones privadas
Paraguay	n.d.	Sin reestructuración
Perú	18% - 25%	Deuda Pública
Uruguay	67% - 70%	Pocas transacciones
Venezuela	73% - 74%	Transacciones privadas

Fuente: En base a información provista por Citybank y reportes especiales de Euromoney, New York Times y The Economist (ver Referencias), Noviembre, 1986.

los precios del mercado secundario para países de América Latina con algunos comentarios con respecto a la naturaleza de las operaciones que se pueden llevar a cabo. En particular, es importante distinguir aquellas operaciones de mercado con un volumen considerable de operaciones —como es el caso de Chile y México— donde el gobierno ha promulgado legislación específica para capitalización de deuda de otros casos con legislación más reciente sin que se conozca por el momento transacción alguna. Por ejemplo, el precio citado para Bolivia es un precio para el cual hay compradores pero no vendedores. Es también importante distinguir el caso de países como Colombia y Paraguay; para el primero, se observa uno de los mayores precios de mercado, debido a que en este país el servicio de la deuda ha sido normal y no existe programa de “reestructuración” en vigencia. En el caso de Paraguay, no existen registros conocidos de transacciones y el país no se encuentra bajo un programa de reestructuración de la deuda.

Las cifras del cuadro muestran un amplio rango de variación, que a su vez implican que, para aquellos países que tienen una deuda pública sustancial, amortización en el mercado secundario puede tener implicaciones fiscales de envergadura como se discute a continuación.

#### **IV Mercado secundario y restricción presupuestaria**

Un análisis simple de la restricción presupuestaria del gobierno puede llevarse a cabo definiendo todas las magnitudes en términos reales y expresándolas en proporción al PIB más el siguiente par de supuestos. Primero, se supone que la eco-

nomía del país es relativamente pequeña con respecto al resto del mundo —de manera tal que los precios internacionales se consideran exógenamente determinados— con cierta apertura al comercio exterior y con tasa positiva de inflación y, por lo tanto, la tasa de interés es “real” significando que no hay “amortización implícita” en las tasas de interés internacionales.

Considerando al gobierno de un país en desarrollo típico como el único deudor en cuestión, el servicio de la deuda ya sea por intereses o por amortizaciones, se incluye en la restricción presupuestaria del gobierno como sigue:

$$g + b.r + a = t + (1 - x).b.r + d \quad (1)$$

donde ‘g’ representa gastos del gobierno, ‘b’ es el stock de deuda extranjera, ‘r’ es la tasa de interés sobre la deuda,  $(1 - x)$  es la fracción de intereses vencidos que se refinancian, ‘a’ es la amortización de deuda extranjera, ‘t’ es la recaudación del gobierno tanto por impuestos y contribuciones como por todo otro concepto, y ‘d’ es el financiamiento doméstico del gobierno. Se supone que el financiamiento doméstico se hace exclusivamente por intermedio del Banco Central mediante emisión monetaria y que no existen otras fuentes domésticas o externas de financiamiento.

En cumplimiento del servicio de la deuda externa el gobierno puede pagar la totalidad de los intereses vencidos, o ya sea a través de un programa de reestructuración o refinanciamiento puede pagar sólo una fracción de los mismos. De esta manera, tal como se mencionó más arriba, “a” es la fracción de intereses vencidos que verdaderamente se pagan, y  $(1 - x)$  es la fracción de intereses que se refinancian. Luego, la ecuación (1), en lugar de escribirse siguiendo el método de lo “devengado”,

puede escribirse siguiendo el método de lo "realizado" como sigue:

$$g + x.b.r + a = t + d$$

Esta ecuación es la misma que la anterior donde se ha cancelado en ambos miembros el término 'b.r'.

Ahora, considérese el caso donde la amortización de la deuda externa se hace exclusivamente mediante transacciones en el mercado secundario. Esto significa que el gobierno no amortiza "formalmente" su deuda sino que simplemente se aprovecha de la ventaja de poder comprar su propia deuda con el descuento significativo que ofrece el mercado secundario. Denomínese con 'z' el cociente entre el valor nominal de la deuda y su precio en el mercado secundario, por ejemplo, si un dólar de deuda extranjera se transa en el mercado secundario a 80 centavos, entonces  $Z = (1/0.80) = 1.25$ . Esto significa que para todos aquellos países que tienen un "problema de deuda externa", la magnitud 'z' será mayor que uno.

Para computar el cambio en la posición de endeudamiento del país se debe considerar el aumento de la deuda por refinanciamiento menos la amortización en el mercado secundario, o sea:

$$D_b = (1 - x).b.r - z.a \tag{2}$$

donde:

- (1 - x).b.r es el monto de intereses vencidos que se refinancian y
- z.a es el monto de deuda que se amortiza.

Considérese la restricción flujo del Banco Central:

$$d + DF = m.\pi \tag{3}$$

donde:

- "DF" es la compra de activos externos por parte del Banco Central,
- "m" es el stock de base monetaria, y
- "π" es la tasa de inflación.

En (3) se supone, por simplicidad, que el stock real de dinero no cambia; en otras palabras, el stock nominal de dinero crece a la tasa de inflación. Una interpretación directa de (3) es que el "impuesto inflacionario" ( $m.\pi$ ) se utiliza para financiar el déficit del gobierno (d) y para comprar moneda extranjera (DF).

El Banco Central interviene en el mercado cambiario siguiendo una regla de mantener constante el tipo real de cambio lo cual, en ausencia de influjo neto de capitales, significa:

$$DF = ne - x.b.r - a \tag{4}$$

que a su vez implica que el cambio en la posición de activos externos del Banco Central se debe a compras de moneda extranjera por exportaciones netas ( $ne = \text{exportaciones} - \text{importaciones}$ ) o se debe a ventas de moneda extranjera para pago de intereses y amortización de deuda.

Existen varias hipótesis alternativas para el stock de deuda. La más simple consiste en suponer que el stock real de deuda permanece constante, lo cual en proporción al PIB significa que se supone que la deuda real crece al mismo ritmo que el PIB real. En términos de la relación (2) esto significa que se supone  $D_b = 0$ .

Ahora,  $D_b = 0$  puede lograrse: a) no amortizando la deuda pero pagando la totalidad de los intereses, o b) no pagando los intereses —es decir refinanciando su totalidad— y amortizando el principal en una magnitud

igual a los intereses que se refinancian. A primera vista esto puede parecer una discusión semántica, sin embargo no lo es. Un análisis detenido de ambas alternativas indica que existen diferencias importantes.

### **A. Cero amortización y pago total de intereses**

En términos de la restricción presupuestaria del gobierno y las expresiones presentadas anteriormente, cero amortización significa  $a = 0$ ; mientras que pago total de intereses significa  $x = 1$ . Esto, a su vez, implica  $Db = 0$  utilizando (2). Ahora, en caso que  $Db = 0$  y  $x = 1$ ; y suponiendo que  $DF = 0$  (es decir  $e$ ; gobierno no acumula ni pierde reservas), las relaciones (1), (2) y (3) pueden usarse para escribir la restricción presupuestaria del gobierno como sigue:

$$(g - t) + b.r = m.\pi \quad (5)$$

Además,  $DF = 0$  conjuntamente con la relación (4) implican  $ne = b.r$ , lo cual significa que el superávit de la balanza comercial se utiliza para pagar los intereses de la deuda externa. De esta manera (5) puede escribirse como:

$$(g - t) + ne = m.\pi \quad (6)$$

Las expresiones (5) y (6) significan que el impuesto inflacionario se puede utilizar para financiar el déficit del gobierno para comprar moneda extranjera para el pago de intereses.

### **B. Amortización sin pago de intereses.**

El no pago de intereses significa  $x = 0$ , mientras que amortización en el mercado secundario, en una cantidad suficiente para que permanezca constante el stock real de deuda ( $Db = 0$ ) significa  $b.r = z.a$ . Luego la

restricción presupuestaria del gobierno puede escribirse como:

$$(g - t) + b.r/z = m.\pi \quad (7)$$

Comparando (5) y (7), y considerando que  $z > 1$ , puede observarse la ventaja fiscal para el gobierno como la última alternativa. Para ilustrar, supóngase que  $\pi = 0$  (no inflación), luego (7) queda  $(t - g) = b.r/z$  mientras que (5) queda  $(t - g) = b.r$ . Como  $z > 1$  el superávit fiscal requerido con amortización en el mercado secundario es menor. Para un análisis de sensibilidad utilizando estas relaciones véase Fernández (1986).

Al discutir la propuesta de amortización en mercados secundarios surge un interrogante que merece particular atención. ¿Qué pasaría si algún país en particular no fuese capaz de generar un superávit de balanza comercial que asegurara  $Db = 0$ ? La respuesta necesita de alguna elaboración.

El saldo de la balanza comercial de un país se determina con un sinnúmero de variables, las más importantes de las cuales se suelen agregar en términos tales como: tipo real de cambio, términos de intercambio, política comercial, ingreso real, etc. Va más allá del objetivo de este trabajo discutir aspectos específicos de la determinación de la balanza comercial; sin embargo, es posible ilustrar un elemento importante de la propuesta de amortización en el mercado secundario sin complicar demasiado el análisis. Supóngase que, ya sea debido a la política comercial del país, o ya sea debido a razones estructurales las exportaciones netas de un país —suponemos que estas son el único elemento con el cual se puede amortizar la deuda; supuesto que modificaremos más adelante— se determinan exógenamente, y los inversionistas internacionales tienen un perfecto conocimiento de tal situación.

Considérese ahora las implicaciones de las relaciones (2) y (4). Por un lado con  $Db = 0$  y  $x = 0$  la relación (2) implica que  $b.r = z.a$ . Por otro lado, dado  $DF = 0$  y  $x = 0$  la relación (4) implica  $ne = a$ . Consecuentemente la propuesta de amortización en el mercado secundario requiere:

$$b.r = ne.z \quad (9)$$

¿Es posible que esta igualdad no se mantenga? Si reescribimos (9) ligeramente diferente, o sea:

$$b.(1/z) = ne/r \quad (10)$$

Podemos lograr una mejor interpretación. En (10) observamos que la condición se reduce a que el "verdadero" valor de mercado de la deuda —que es el stock de deuda (b) multiplicado por su precio unitario (1/z)— sea igual al valor descontado del flujo de exportaciones netas.

Este análisis indica que el precio del mercado secundario de la deuda no es un valor arbitrario sino una magnitud que puede reflejar la opinión de agentes económicos racionales sobre las verdaderas posibilidades de cumplir con sus compromisos externos.

## V Negociación y mercado secundario

La propuesta de amortización en el mercado secundario sólo tiene relevancia si es posible demostrar que tal propuesta es aceptable para ambas partes en la mesa de negociación de la deuda. El análisis del proceso de negociación que a continuación discutiremos es lo suficientemente amplio para incluir tanto lo que aquí se ha denominado propuesta de amortización en

el mercado secundario, como los diversos programas de capitalización de deuda que, de una manera u otra, tratan de utilizar el descuento del mercado secundario.

La forma más simple de capturar los programas de capitalización es definir una nueva variable "e" que incluya la exportación de bienes y servicios más un monto exógenamente determinado de acciones domésticas que son aceptables para inversionistas extranjeros. Por ejemplo: imagine-se al Banco Central comprando dólares provenientes tanto de bienes y servicios como de acciones que se "exportan". Esto permitiría reescribir la ecuación (4) como:

$$DF = e - x.b.r - a \quad (11)$$

Obsérvese que hay otras posibilidades que aquí, por simplicidad, ignoramos. Una posibilidad interesante sería incluir acciones de empresas públicas que dispone el gobierno para lo cual también sería necesario modificar varias de las expresiones anteriores.

Supóngase que la ecuación (11) es una representación adecuada de la función objetivo (pay-off) que el gobierno trata de maximizar. Esto no parece ser un supuesto muy restrictivo si tenemos en cuenta que el problema que nos interesa analizar es la situación de un país al borde de la cesación de pagos donde (11) representa el cambio en las reservas líquidas del país.

Supóngase ahora que la función objetivo de los acreedores es:

$$-Db = Dc = z.a - (1 - x).b.r \quad (12)$$

la cual significa que los acreedores tratan de reducir gradualmente su exposición en los países que tienen "problemas de deuda". Los acreedores necesitan hacerlo gradual-

mente porque hay costos de ajuste en hacerlo abruptamente; por ejemplo, vendiendo todas las deudas de países con problemas puede significar para muchos acreedores la violación de cocientes de capital neto a depósitos si no se encuentra con una suficiente previsión por quebrantos de deudores. Entonces,  $D_c = -D_b$  es una medida posible de la reducción de exposición que los acreedores tratan de maximizar.

En este juego de negociación los acreedores o “banqueros internacionales” tienen una función objetivo que es lineal y creciente en “x” (la fracción de intereses que

efectivamente se cobran), y por lo tanto tratarán de obtener el máximo de “x”, que es 1. Por otro lado un país deudor tiene una función que es lineal y decreciente en “a”, y por lo tanto tratarán de lograr el menor “a” posible que es 0. Esta maximización individual no cooperativa se representa con  $(a = 0; x = 1)$ .

A continuación presentamos la matriz de pagos para las distintas estrategias incluyendo, por supuesto, la estrategia  $(a = 0; x = 1)$  que corresponde a la propuesta de mercado secundario.

		Acreedores	
		x = 0	x = 1
Deudores	a = e	(DF = 0; Dc = 0)	(DF = -br; Dc = br)
	a = 0	(DF = e; Dc = -br)	(DF = e-br; Dc = 0)

Si la ecuación (9) se mantiene, es decir,  $b.r = e.z$ , y dado que  $z > 1$ , entonces  $(e - b.r) < 0$ ; y la matriz de pagos indica que la propuesta de mercado secundario —como ha sido discutida hasta ahora— representa una mejora para el deudor mientras que los acreedores no empeoran su situación.

Para comprender mejor las implicaciones prácticas de este caso conviene imaginarse una situación donde algunos bancos venden sus títulos de deuda con descuentos en el mercado secundario mientras que otros bancos refinancian intereses. Situación que no está muy alejada de la realidad dado

que ha habido un gran número de estas operaciones en el pasado y aún continúan en el presente en volúmenes significativos.

Un inconveniente que presenta la propuesta de mercado secundario es que no constituye lo que se denomina un equilibrio “perfecto” (en el sentido atribuido por Nash) porque cada jugador puede mejorar su posición actuando unilateralmente. Por ejemplo, suponiendo que el deudor juega  $a = e$ , los banqueros pueden mejorar su posición jugando  $x = 1$ . Similarmente, suponiendo que los banqueros juegan  $x = 0$ , el deudor puede mejorar su posición jugando  $a = 0$  en lugar de  $a = e$ . Obsérvese que

( $a = 0$ ;  $x = 1$ ) es un equilibrio perfecto, pero no es óptimo. Consecuentemente, para lograr ( $a = e$ ;  $x = 0$ ) es necesario que los jugadores cooperen mutuamente asumiendo compromisos de no actuar unilateralmente, que suele llamarse solución cooperativa.

Ahora, desde el punto de vista de los acreedores —dados los supuestos utilizados— no existen incentivos para aceptar la solución cooperativa. Sin embargo, esta situación cambia cuando descartamos la posibilidad de  $x = 1$ . Supóngase el caso de que los acreedores pueden elegir  $x$  tal que sea menor o igual a “ $w$ ” con  $w < 1$ . Esto significa que los acreedores no pueden cobrar la totalidad de los intereses vencidos; lo cual por supuesto significa una violación de

compromisos previos y en la discusión que sigue surge el interrogante de por qué los acreedores aceptan continuar un juego de solución cooperativa con jugadores que no “cooperan” o no hacen honor a sus compromisos. Un análisis detenido de este tópico requiere la introducción del efecto “reputación” dentro de un marco de equilibrio secuencial. Kreps-Wilson (1982a, 1982b) han analizado teóricamente este problema que ha sido aplicado por Backus y Driffil (1985) y Barro (1986) en el campo de la teoría monetaria. Una extensión del presente análisis para introducir el efecto reputación será el objeto de una futura investigación.

La matriz de pagos para un juego de negociación con la restricción de  $x$  menor o igual a  $w$  es:

		Acreedores	
		$x = 0$	$x = w$
Deudores	$a = e$	(DF = 0; Dc = 0)	(DF = -wbr; Dc = wbr)
	$a = 0$	(DF = e; Dc = -br)	(DF = e-wbr; Dc = (1-w) br)

Esta matriz, conjuntamente con el compromiso mutuo de descartar acciones unilaterales después de logrado un acuerdo, indica que los acreedores mejoran su posición con ( $a = e$ ;  $x = w$ ) en lugar de ( $a = 0$ ;  $x = w$ ). El deudor mejora con respecto al equilibrio perfecto de Nash donde  $x$  podía alcanzar el valor de 1 (obsérvese la primera matriz de pagos). Es importante advertir aquí que  $w > e/b.r$  se requiere para asegurar que el deudor no mejora su posición con ( $a = 0$ ;  $x = w$ ). Adviértase también que cuando  $w = e/b.r$  el deudor es indiferente con cualquier solución a lo largo de la diagonal; y éste

es precisamente el caso cuando la proporción de intereses verdaderamente pagados es igual al precio del mercado secundario porque  $w = e/br$  implica que  $w > 1/z$  si la ecuación (10) se mantiene después de adicionar a las exportaciones netas la venta de acciones.

## VI Capitalización en Argentina

En mayo de 1987 el gobierno argentino anuncia un programa de capitalización de deuda de características particulares, pero

que, en la parte referente a amortización de deuda, responde en líneas muy generales al marco teórico descrito anteriormente que trata de utilizar los descuentos que ofrecen los mercados secundarios. El análisis, sin embargo, se complica ligeramente ya que simultáneamente se intenta subsidiar la inversión. El propósito de esta sección es presentar sumariamente algunos aspectos principales del sistema tal cual se lo conoce a mediados de 1987 sin que existan hasta el momento operaciones específicas que permitan una mejor evaluación del sistema.

El programa de capitalización exige una condición que se denomina "1x1" que consiste en requerir una unidad adicional de moneda extranjera por cada unidad de deuda que se capitalice. Esto significa que una empresa que desea llevar a cabo una inversión utilizando el programa de capitalización puede comprar con descuento una obligación argentina en el mercado secundario de deuda y venderla al Banco Central a su valor nominal. Simultáneamente el inversionista tiene que vender un dólar adicional por cada dólar de deuda capitalizada. El Banco Central paga en australes al tipo de cambio oficial tanto los títulos de deuda como los dólares adicionales. Dado que el tipo de cambio oficial es menor que el paralelo no está claro que la capitalización represente ventaja alguna frente a la alternativa de vender el valor equivalente en divisas directamente en el mercado paralelo.

La rentabilidad de la operación depende positivamente del descuento al cual se compra el título de deuda en el mercado secundario y depende negativamente de la brecha entre el dólar paralelo y el dólar oficial tal como describimos a continuación.

Defínase con E el número de australes por dólar en el mercado paralelo, con Eo el número de australes por dólar en el mercado oficial de cambios, con D el precio de

mercado secundario de la deuda, y con Do el valor nominal de la deuda. Entonces,

$$e = E/Eo \tag{13}$$

$$d = D/Do \tag{14}$$

donde "e" es el cociente del tipo de cambio paralelo a oficial mientras que "d" es lo que anteriormente denominamos "1/z" o sea el precio de mercado secundario por unidad de deuda.

El subsidio implícito a la inversión del programa de capitalización viene dado por "S" como sigue,

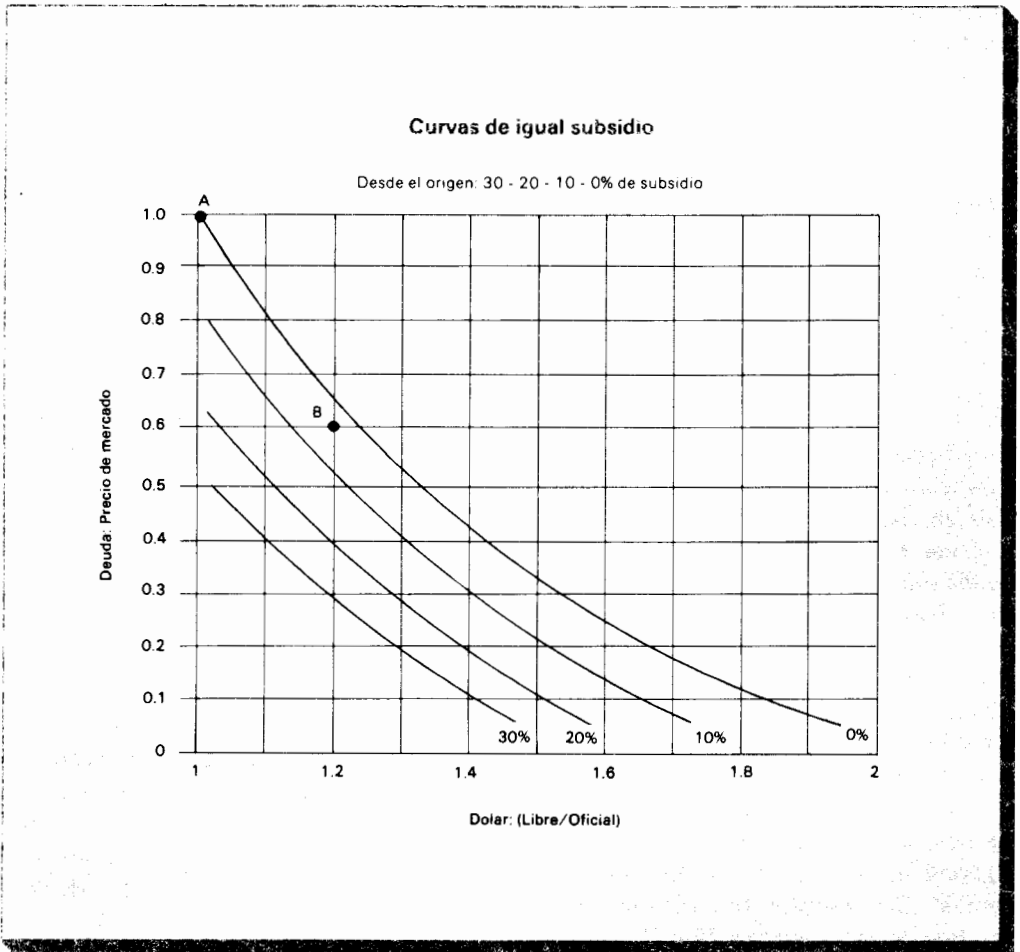
$$S = 2.Eo - (d.E + E) \tag{15}$$

Donde "2.Eo" es lo que el inversionista recibe del Banco Central cuando entrega un dólar de deuda más un dólar adicional, es decir, recibe el equivalente de dos dólares al tipo de cambio oficial. El término (d.E + E) es lo que el inversionista paga para obtener los fondos a capitalizar; es decir paga d.E para comprar un título de deuda en el mercado secundario y paga E para comprar el dólar adicional en el mercado paralelo. Dividiendo (15) por (d.E + E) para expresar el subsidio por unidad de inversión, que denominamos con "s", tenemos,

$$s = 2/(e.(1+d)) - 1 \tag{16}$$

La expresión (16) puede ilustrarse convenientemente utilizando un gráfico (agradezco a Rolf Mante la sugerencia de utilizar este tipo de gráfico) que presenta las combinaciones de d y e que brindan igual subsidio al inversionista.

La figura ilustra las curvas de igual subsidio que surgen de (16) dejando constante s y variando e y d. A medida que el subsidio es menor las curvas se alejan desde el origen.



Ahora, si observamos el punto A en la figura notamos que cuando  $e = 1$  y  $d = 1$  el subsidio es cero; lo cual es intuitivamente obvio ya que esta situación corresponde al caso en el cual lo que el Banco Central entrega al inversionista es exactamente igual a lo que éste paga para obtener el título de deuda más el dólar adicional. Para ubicar la situación argentina a mediados de 1987, cuando surge esta propuesta, obsérvese el punto de la figura donde la brecha entre el dólar libre y el oficial es aproximadamente 20% (que corresponde al valor 1.2

en el eje horizontal) y donde el precio de mercado secundario de "Bonds Promissory Notes" es aproximadamente 0.6. El punto B significa que inicialmente el subsidio a la inversión es entre 0 a 10% (la curva de igual subsidio que pasa por B es de 4.17% exactamente).

Existen algunos puntos adicionales que conviene mencionar. No existe garantía alguna que con un subsidio de entre 0 a 10% se vaya a lograr los montos que el gobierno tiene planeado capitalizar

(US\$ 300 millones en el primer año y US\$ 40 millones en años subsiguientes). En el caso que se ofrezcan más fondos, se piensa seguir un procedimiento de licitación donde se dará prioridad a aquellos inversionistas que excedan la cláusula 1x1, es decir los inversionistas que más fondos adicionales ofrezcan. En el caso que se ofrezcan menos fondos el gobierno puede disminuir la brecha —y por lo tanto aumentando el subsidio a la inversión— vendiendo dólares a los inversionistas a un precio algo menor que lo que cuestan en el mercado paralelo. Este se puede hacer bajando la paridad BONEX específicamente para los proyectos de capitalización.

Al observar detenidamente cómo funciona el mecanismo de capitalización resulta evidente que el objetivo del gobierno es subsidiar la inversión más que tratar de tomar ventaja del mercado secundario de la deuda. Pero de ser este el caso surgen varios interrogantes. Primero, ¿por qué hace falta subsidiar la inversión en Argentina? Segundo, si el problema es que existe falta de credibilidad e inseguridad jurídica ¿por qué no se atacan a las causas de estos fenómenos antes que los efectos? Tercero, si argumentos tipo “second best” indican que es óptimo subsidiar la inversión el interrogante es: ¿No hay mecanismos más simples para subsidiar la inversión como por ejemplo un crédito fiscal?

---

## VII Discusión

---

La amortización en el mercado secundario de deuda debe considerarse como un complemento interesante para los países en desarrollo que tienen problemas con el servicio de su deuda externa. En varios países, la deuda externa ha sido nacionalizada y el

servicio de la misma es un problema típico de finanzas públicas. La amortización en el mercado secundario permite, a los países en desarrollo, tomar ventaja del descuento de sus obligaciones, obteniendo una ganancia fiscal que puede ser de magnitud considerable dadas las restricciones presupuestarias que se enfrentan.

Aunque las transacciones en mercados secundarios han estado vinculadas a “debt-equity-swaps” y programas de capitalización de deuda, la propuesta de amortización en mercados secundarios tiene méritos propios y es posible orientar la política económica para aprovechar al máximo tales méritos. En este sentido, la separación de inversión y venta de acciones del problema de amortización de deuda —como se presentó en la Sección 4— puede facilitar la discusión de los aspectos principales que intervienen en un proceso de negociación de deuda.

No hay dudas de que las transacciones en mercados secundarios ponen en peligro instituciones financieras que no han realizado los ajustes económicos-contables oportunos y aún mantienen obligaciones valuadas muy por encima de los valores del mercado. Principalmente por estas razones es que existen numerosas propuestas de reestructuración y refinanciación para reducir servicios financieros y extender el vencimiento de préstamos vencidos o próximos a vencer. Los acreedores prestan dinero “fresco” que los deudores utilizan para pagar intereses vencidos sobre viejos préstamos. Como resultado de este proceso, las deudas crecen, los préstamos continúan activos y los bancos mantienen registros contables donde la deuda de países insolventes se mantiene a valor nominal.

Capitalización, swaps y amortizaciones en el mercado secundario, siguiendo los procedimientos contables tradicionales se deben registrar como una “transacción” y, por lo tanto, si lo percibido por la transacción es menor que el valor en libros, corresponde anotar una pérdida. El aspecto controversial de estas operaciones se refiere al hecho de si, una vez anotada una pérdida por una operación, corresponde anotar la pérdida por el total de las obligaciones que aún permanecen en la cartera activa del banco. De acuerdo al Comité de Banca del American Institute of Certified Public Accountants, todo depende de si la gerencia del banco en cuestión tiene o no la intención de mantener las obligaciones hasta su vencimiento. Si una operación aislada no tiene nada que ver con la intención de mantener en cartera el resto de las obligaciones hasta su vencimiento, no corresponde castigar su valor en libros. Sin embargo, si la gerencia claramente demuestra su intención de desprenderse de un conjunto de obligaciones con anterioridad a la fecha de vencimiento, las obligaciones deben ajustarse en valor reflejando el menor de: precio de costo o precio de mercado. Muchas instituciones financieras interpretan que deben anotarse las pérdidas en proporción a todas las obligaciones de un país determinado si se realiza una operación aislada en el mercado secundario.

Estos problemas deben analizarse cuidadosamente teniendo en cuenta que ambos son importantes: tanto la estabilidad del sistema financiero internacional como el

simple hecho que los mercados son la fuente de valuación de activos más confiable que se dispone. Es obvio que nada de bien le hace a un sistema financiero mantener un sistema de registros contables que sistemáticamente evita reflejar la realidad del mercado. En este sentido, la significativa provisión de reservas por parte de instituciones financieras líderes contribuyen a sincerar los registros y, probablemente, a brindar las condiciones para desarrollar mercados secundarios de gran envergadura.

La valuación de mercado secundario de las obligaciones de países en desarrollo puede mejorar el “problema de la deuda” en varios frentes. Primero, las transacciones en mercados secundarios pueden aumentar considerablemente en volumen brindando los incentivos correctos para amortización. Segundo, si los países en desarrollo consideran como objetivo deseable integrarse en el mercado internacional de capitales, pueden aprovechar el fuerte incentivo que brindan el valor descontado de su deuda en el mercado secundario para llevar a cabo ajustes estructurales y programas de capitalización que sean atractivos a la inversión extranjera. Tercero, un programa de amortización de la deuda —que, como la variante analizada en este trabajo, significa mantener la deuda real constante—, inducirá una presión al alza en el valor del mercado de la deuda; y por supuesto que el “problema de la deuda” desaparece cuando el valor del mercado se aproxima al valor nominal.

## Referencias

- BARRO, Robert. "Reputation in a model of monetary policy with incomplete information", *Journal of Monetary Economics*, 17, 1986, pp. 3-20.
- BACKUS, D. and J. DRIFFILL. "Inflation and reputation", *American Economic Review*, 75, 1985, pp. 530-538.
- BERG, Eric N. "US banks swap latin debt", *The New York Times*, September 11, 1986.
- BUCHHEIT, Lee C. "Converting sovereign debt into equity investments", *International Financial Law Review*, 1986.
- COHEN, Roger. "Chile's chapter 19' Attracts U.S. Firms", *The Wall Street Journal*, September 16, 1986.
- DE VRIES, Rimmer. "LDC debt: Debt relief or market solutions?", *World Financial Markets, Morgan Guaranty Trust Company*, September, 1986.
- FERNANDEZ, Roque. "LDC's debt purchasing in secondary markets", *Financial Development Division, World Bank, (mimeo)*, 1987.
- FINANCIAL REPORT*, "Debt swapping is here to stay", *The Economist*, June 26, 1986.
- HANKE, Steve H. "The latin debt charade. Forcing banks to mark down loans", *The New York Times*, October 5, 1986.
- KREPS, D. and R. WILSON. "Sequential equilibrium", *Econometrica* 52, 1982a, pp. 863-894.
- "Reputation and imperfect information", *Journal of Economic Theory*, 27, 1982b, 253-279.
- OLLARD, Williams. "The debt swappers", *Euro-money*, August, 1986.
- WHITELAW, John. "There is a catch in this capitalization schemes", *Euro-money*, September, 1986.