

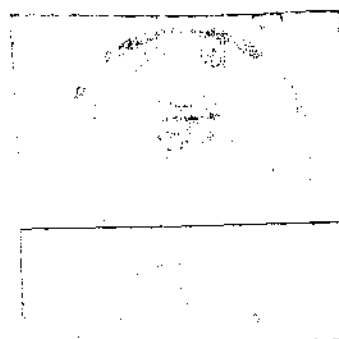
Distr.
RESTRINGIDA

LC/R.627
27 de octubre de 1988

ORIGINAL: ESPAÑOL

CEPAL

Comisión Económica para América Latina y el Caribe



RESCATE Y CONVERSION DE LA DEUDA EXTERNA */

*/ Este trabajo fue preparado por Günther Held, Experto del Proyecto Conjunto PNUD/CEPAL RLA/87/003, Módulo II "Financiamiento del Desarrollo". Las opiniones expresadas en este documento son de responsabilidad exclusiva del autor, quien agradece los valiosos comentarios de Carlos Massad, Roberto Zahler y Nicolás Eyzaguirre. Desde luego, las limitaciones de la presente versión, que no ha sido sometida a revisión editorial, son de su exclusiva responsabilidad.

Indice

	<u>Página</u>
I. INTRODUCCION	1
II. EL MERCADO DE PAGARES DE DEUDA EXTERNA	3
1. Precio de mercado de los pagarés	3
2. Precios de equilibrio de los pagarés	8
III. OPERACIONES CON PAGARES DE DEUDA Y CAPTURA DEL DESCUENTO ..	10
1. Conversión en bonos de deuda externa	11
2. Rescate de la deuda externa	16
3. Conversión en títulos de propiedad sobre activos o capital doméstico	25
a) Conversión en títulos de propiedad sobre activos o capital existente	30
b) Conversión en títulos de propiedad sobre activos nuevos	35
IV. FINANCIAMIENTO DE LAS OPERACIONES DE RESCATE Y DE CONVERSION DE PAGARES DE LA DEUDA EXTERNA	37
V. POTENCIAL DE LAS OPERACIONES DE RESCATE Y DE CONVERSION	41
Resumen y conclusiones	48



RESCATE Y CONVERSION DE LA DEUDA EXTERNA

I. INTRODUCCION

La deuda externa de la mayoría de los países de América Latina contiene un considerable componente de sobreendeudamiento o de un exceso de deuda no susceptible de servirse en las condiciones con las que se pactaron inicialmente los respectivos créditos. Frente a esta situación, los bancos regionales de Estados Unidos y un grupo de bancos del continente europeo comenzaron a constituir a mitades de la presente década substanciales provisiones o reservas de cartera con el objeto de financiar las pérdidas que se derivan de créditos incobrables. Los grandes bancos de Estados Unidos tampoco pudieron sustraerse al reconocimiento de estas pérdidas e igualmente constituyeron en el curso de 1987 importantes provisiones de cartera. Al mismo tiempo, los bancos acreedores han buscado alternativas para realizar dichas pérdidas y disminuir su riesgo crediticio en los países de la región.

La disposición de los bancos acreedores a realizar importantes pérdidas a través de la venta de sus pagarés de deuda o de su conversión en otros títulos, con un descuento en relación con los valores nominales o de libro de los pagarés, ha impulsado el surgimiento de un mercado secundario de pagarés de deuda externa. Como en los libros de los bancos acreedores y de las instituciones deudoras --ya sean bancos o empresas locales, el Banco Central o el Gobierno de un país deudor-- los créditos están registrados a su valor contractual de libro, el descuento en el precio de mercado de los pagarés abre un diferencial de precio que posibilita la obtención de rentas económicas. El aprovechamiento del

descuento a través de operaciones con pagarés de sus deudas externas abre a los países de la región la posibilidad de reducir su sobreendeudamiento externo. Por otra parte, la captura de la renta económica que posibilita el descuento constituye el incentivo del mercado de pagarés de deuda externa.

El propósito de este trabajo es analizar el contenido, las implicaciones y el alcance de las operaciones de rescate y de conversión de la deuda externa desde el punto de vista de los países deudores. En este trabajo se entenderán por tales a las transacciones que reducen el valor contractual de la deuda externa de instituciones residentes en el país deudor y cuyo servicio tenía acceso al mercado oficial de divisas. La primera sección comenta características del mercado de pagarés de deuda externa y los factores que influyen en el descuento con el que se transan estos títulos. La segunda sección analiza tres tipos básicos de operaciones con pagarés de deuda externa enfatizando la captura del descuento y su relación con la situación de balanza de pagos del país deudor. Estas operaciones son la conversión de los pagarés en valores o bonos de deuda externa, el rescate o pago anticipado de los pagarés por parte de instituciones deudoras locales, y la conversión de los pagarés en títulos de propiedad sobre activos o capital en el país deudor por parte de inversionistas extranjeros. La tercera sección aborda el financiamiento de estas operaciones tanto en divisas como con recursos en moneda nacional. La cuarta sección discute el potencial de las operaciones de rescate y de conversión para reducir el sobreendeudamiento

externo de los países de la región. El trabajo termina enunciando sus principales conclusiones.

II. EL MERCADO DE PAGARÉS DE DEUDA EXTERNA

El mercado de pagarés de deuda externa es por ahora un mercado "delgado" y "opaco". Su estrechez, en relación con su tamaño potencial, se deriva de las restricciones que lo afectan y de su reciente funcionamiento. Su poca transparencia se origina en el hecho de que no es un mercado de bolsa o de remate; las transacciones se negocian una por una entre un número limitado de participantes. Además, es un mercado de naturaleza compleja ya que en un determinado período transa fracciones del stock de deuda que los agentes participantes desean rescatar o convertir, en función de sus expectativas y de la regulaciones que han emitido los países deudores y los países acreedores.

1. Precio de mercado de los pagarés

Las transacciones de pagarés configuran precios a una fecha determinada que tienden a distribuirse en torno a un precio representativo o de referencia. Este precio por unidad de deuda externa (p_0), es el complemento a uno de la proporción representativa de descuento (d_0), al que se transan los pagarés de un país en esa fecha:

$$p_0 = (1 - d_0) \quad (1)$$

El precio de mercado, o el descuento que lo determina, depende de factores de oferta y de demanda. La oferta de pagarés de deuda externa

de un país por parte de los bancos acreedores en cierta fecha depende principalmente de dos factores. Primero, de la relación entre sus estimaciones de sobreendeudamiento externo del país y el descuento al que se transan sus pagarés. Segundo, del fondo de provisiones o de reservas de cartera del que dispongan los bancos acreedores para enfrentar las pérdidas que se derivan de la venta o de la conversión de sus pagarés con descuento.

El sobreendeudamiento de un país por unidad de deuda externa que estima un banco acreedor a una determinada fecha (s_0), puede definirse como el complemento a uno de su estimación del valor presente del servicio esperado de deuda por unidad de deuda externa ($vpsd_0$):

$$s_0 = (1 - vpsd_0) \quad (2)$$

Un banco acreedor ofrecerá pagarés de un país si su estimación del sobreendeudamiento de ese país supera el descuento en el precio de mercado de sus pagarés ($s_0 > d_0$), y si cuenta con provisiones de cartera para realizar las pérdidas que origina la venta o la conversión con descuento. Si su estimación de sobreendeudamiento del país es inferior al descuento de mercado ($s_0 < d_0$), mantendrá los pagarés en su cartera. La cantidad de pagarés de un país que un banco acreedor está dispuesto a ofrecer en un período determinado también depende del descuento al que se transan los pagarés de otros países, en particular, del descuento en el precio de los pagarés de los países deudores "líderes". Si aumenta el descuento de los pagarés de estos países, un banco acreedor se sentirá

inclinado a ofrecer sus pagarés del país en referencia con un descuento mayor (siempre que este descuento no supere sus estimaciones de sobreendeudamiento).1/

La cantidad demandada de pagarés de deuda externa de un país en cierto período por parte de instituciones y de agentes residentes en el país deudor y por parte de inversionistas extranjeros, depende principalmente de la rentabilidad de los distintos tipos de operaciones que pueden efectuarse con dichos pagarés. Estas rentabilidades dependen a su vez del precio al que se pueden adquirir los pagarés a los bancos acreedores, del precio al cual los bancos e instituciones deudoras locales rescatan sus pagarés, de las condiciones de acceso al mercado de divisas y de otros factores. La cantidad demandada de pagarés de un país en cierto período también depende de restricciones al monto por tipo de operación que imponga el gobierno del país deudor y de la rentabilidad de efectuar operaciones con pagarés de deuda externa de otros países.2/

Las transacciones con pagarés de deuda externa reducen el sobreendeudamiento de un país si en un período determinado su monto supera el flujo neto de crédito externo (y si otras variables que definen el sobreendeudamiento externo no cambian). Esta reducción desplaza en el

1/ La oferta de pagarés por parte de los bancos acreedores en un determinado período también depende de sus expectativas de precios futuros. Si estos bancos esperan que los precios disminuyan incrementarán la cantidad ofrecida de pagarés en el presente y viceversa.

2/ Como los inversionistas extranjeros pueden adquirir pagarés de deuda de otros países, un incremento en la rentabilidad de las operaciones con pagarés de esos países reduce la demanda por pagarés del país en referencia y/o viceversa.

período siguiente la oferta de pagarés del país hacia un segmento de sus tenencias de títulos de deuda que los bancos acreedores están dispuestos a ofrecer con un descuento menor. Si denominamos " k_1 " a la proporción en que disminuye la deuda externa del país en el período "1", la hipótesis más simple es que el precio de sus pagarés subirá en:3/

$$\left(\frac{\Delta P_1}{P_0}\right) = ak_1, \quad 0 < a < 1 \quad (3)$$

El alza en el precio de los pagarés sería menor que la disminución en el sobreendeudamiento, esto es, "a" sería menor que uno. El mayor precio incentivará a los bancos acreedores a transar sus pagarés del país o a intercambiarlos por pagarés de menor precio de otros países.

El cuadro 1 presenta el comportamiento reciente del precio representativo de mercado de los pagarés de deuda externa de un grupo de países de la región. La tendencia a la baja en los precios puede atribuirse a un incremento en los factores de oferta. Han actuado en esta dirección las substanciales provisiones de cartera efectuadas por la banca internacional en el transcurso de 1987 sobre los créditos concedidos a la región,4/ y la decisión de Brasil —como un

3/ Sin embargo, en el caso de operaciones de conversión en activos la conversión podría agotar las oportunidades más rentables de inversión en el país deudor. En la medida que disminuye la rentabilidad de estas operaciones, la demanda de pagarés del país se desplazará a la izquierda contrarrestando el efecto sobre el descuento que produce la reducción del sobreendeudamiento.

4/ Los bancos regionales de Estados Unidos aumentaron sus provisiones de cartera al orden del 50% en tanto que los grandes bancos ("centros de dinero") de Estados Unidos elevaron sus provisiones al orden de 25%.

Cuadro 1

PRECIOS DE MERCADO DE PAGARES DE LA DEUDA EXTERNA a/

	Octubre 1986	Marzo 1987	Junio 1987	Septiembre 1987	Octubre 1987	Diciembre 1987	Marzo 1988	Junio 1988	Septiembre 1988
Argentina	0.63	0.60	0.48	0.40	0.37	0.29	0.28	0.26	0.23
Brasil	0.73	0.63	0.58	0.40	0.38	0.46	0.51	0.52	0.47
Chile	0.66	0.69	0.67	0.55	0.52	0.60	0.60	0.61	0.60
Colombia	0.82	0.84	0.82	0.76	0.78				
Ecuador	0.63	0.55	0.44	0.33	0.31	0.36	0.32	0.25	0.17
México	0.56	0.59	0.53	0.475	0.47	0.51	0.52	0.51	0.48
Perú	0.20	0.15	0.10	0.10	0.08				
Venezuela	0.74	0.72	0.68	0.55	0.50	0.57	0.54	0.56	0.49

Fuente: Merrill Lynch, International Bank, International Exposure Management Group, Revista Estrategia, diversos números, Santiago, 1987 y 1988.

a/ Se trata de precios medios medidos como proporción de los precios de libro de los pagarés.

deudor líder-- de suspender a comienzos de 1987 el servicio de su deuda externa.^{5/} Esta decisión parece haber arrastrado en alguna medida el precio de los pagarés de los países de la región a la baja y sugiere una interdependencia o componente regional en el comportamiento de los descuentos. Por su parte, en el caso de Chile, el efecto de desendeudamiento se detecta a partir del último trimestre de 1987 a raíz del substancial programa de rescate y de conversión de deuda externa que se está llevando adelante ^{6/} (y de la expansión que están registrando las exportaciones).

2. Precios de equilibrio de los pagarés

Varios argumentos han puesto en duda que los precios de mercado de los pagarés reflejan los factores "fundamentales" de oferta y de demanda que están en juego. Según Piniés y Anayiotis, el mercado de pagarés sobrerreaccionó a las substanciales provisiones de cartera que efectuó la banca acreedora en el transcurso de 1987 con precios que se situaron por debajo de los precios de equilibrio.^{7/} Massad estimó las deudas externas "sostenibles" o máximas que eran compatibles con una meta de crecimiento de 4% del PGB, admitiendo determinados comportamientos del comercio exterior y de la tasa internacional de interés. El cuadro 2 muestra sus

5/ Brasil revisó esta decisión a comienzos de 1988.

6/ Chile aumentó el conjunto de sus operaciones de rescate y de conversión de la deuda externa en 1987 al orden de US\$ 1 500 millones al año, equivalente al orden del 7% de su deuda externa total y al 11% de su deuda con la banca internacional.

7/ J. de Piniés y G. Anayiotis, "The Secondary Market and the International Debt Problem", Naciones Unidas, DIESA Working Paper No. 7, noviembre 1987.

Cuadro 2

ESTIMACIONES DE DEUDAS EXTERNAS SOSTENIBLES

País	Deudas externas sostenibles como proporción de las deudas externas ^{a/}
Argentina	0.76
Brasil	0.76
Chile	0.61
México	0.65
Perú	0.54
Venezuela	0.67

^{a/} Estos porcentajes admiten un 4% de crecimiento del producto y del volumen de exportaciones, términos del intercambio constantes, elasticidades importaciones-producto que se sitúan entre 1.5 y 2.1 dependiendo del país, una tasa anual de interés y de otros gastos sobre la deuda de 10% y se refieren al último período de simulación situado en 1990. Véase: C. Massad, "Deuda Externa, Ahorro y Exportaciones: Requisitos para un Ajuste Expansivo", Santiago, octubre 1987, cuadros 5-6 y anexo, mimeo.

estimaciones de deudas externas sostenibles del grupo de países más endeudados de la región como proporción de sus deudas externas. Salvo el caso de Chile a comienzos de 1988, estas proporciones se ubican igualmente por encima de los respectivos precios de mercado de los pagarés que presentó el cuadro 1. Este antecedente también sugiere que estos precios se habrían ubicado por debajo de sus precios de equilibrio.

III. OPERACIONES CON PAGARES DE DEUDA Y CAPTURA DEL DESCUENTO

El descuento con el que los bancos acreedores extranjeros venden sus pagarés de deuda externa origina rentas potenciales que pueden transformarse en rentas efectivas si los adquirentes de los pagarés pueden convertirlos en otros títulos que tengan un mayor precio de mercado, o si los bancos y otras instituciones deudoras locales recompran sus pagarés de deuda con un descuento menor que el que conceden los bancos acreedores.

Las rentas económicas pueden "nacionalizarse" o "extranjerizarse" dependiendo de si son captadas por instituciones o agentes residentes en el país deudor o en el extranjero. Las rentas nacionalizadas pueden a su vez beneficiar a una institución del sector público del país deudor, tal como el Banco Central o la Tesorería, o a agentes locales privados, tal como un banco deudor. En estos casos, las rentas se "socializan" o se "privatizan" respectivamente.

1. Conversión en bonos de deuda externa

Los bonos de deuda externa, a diferencia de los pagarés de deuda externa, son valores o instrumentos de inversión financiera que podrían transarse en los mercados de capital en función de su rentabilidad esperada y de su riesgo. La conversión de los pagarés en bonos permitiría vender los bonos a aquellos inversionistas (compañías de seguro, fondos mutuos y otros) que los valorizaran más que los propios bancos acreedores. Estos últimos obtendrían a cambio liquidez y podrían recomponer o diversificar su cartera de activos. Por su parte, los países deudores podrían beneficiarse del descuento en el precio de mercado de los pagarés dependiendo de la modalidad de conversión de los pagarés en bonos.

Las operaciones de conversión en bonos pueden realizarla instituciones públicas residentes en el país deudor, tal como el Banco Central o la Tesorería de la Nación, o instituciones financieras residentes en el extranjero. En este último caso, podría tratarse de una institución multilateral existente o creada para abordar el problema de la deuda externa en función de una iniciativa internacional, o bien, de instituciones privadas extranjeras atraídas por los beneficios que prometen estas operaciones.

Si la conversión la efectúa una institución pública de país deudor, podría "socializar" una parte substancial del descuento con el que se transan los pagarés del país en el exterior y, por ende, reducir el valor contractual de su deuda externa y de su servicio. Esta captura tiene límites ya que la banca acreedora extranjera se interesaría en estas

operaciones sólo si el descuento al que podría transar los bonos por unidad de deuda externa, " b_0 ", es menor que el descuento " d_0 " por unidad de deuda externa al que puede transar sus pagarés en el mercado secundario.^{8/} Si esta condición se cumple, la conversión originaría la siguiente distribución del descuento por unidad de deuda externa entre los participantes:

$$d_0 = b_0 + (d_0 - b_0) , \quad d_0 > b_0 \quad \text{en que:} \quad (4)$$

b_0 es la renta económica de la institución doméstica emisora de bonos;

$(d_0 - b_0)$ es la renta económica que permanece con los bancos acreedores extranjeros.

La determinación del descuento " b_0 " al cual los bancos acreedores podrían vender los bonos de deuda externa en los mercados de capital dependería de sus propios factores de oferta y de demanda, y en el caso de estos últimos, principalmente del valor presente del servicio de su deuda que estimen sus potenciales adquirentes atendiendo a los términos de su emisión.

En la segunda mitad de 1987 el gobierno de Brasil propuso la conversión de una parte substancial de la deuda externa de ese país con la banca internacional con una fórmula que involucraba un apreciable

^{8/} O, alternativamente, si el precio de mercado de los bonos fuese mayor que el precio de mercado de los pagarés ambos por unidad de deuda externa: $P_0' = (1 - b_0) > P_0 = (1 - d_0)$

riesgo-país.^{9/} Esta proposición no fue aceptada por la banca acreedora principalmente por tratarse de una alternativa no negociada que le imponía un inmediato reconocimiento de importantes pérdidas.^{10/}

El gobierno de México recurrió a fines del primer trimestre de 1988 a una licitación que convirtió en bonos públicos los pagarés de aquellos bancos acreedores que los ofrecieron con el mayor descuento. La conversión sólo alcanzó a un cuarto del monto esperado de US\$ 10 billones y los descuentos medio y marginal se situaron en 30% y en 25%, en vez del 40% que al menos esperaba el gobierno de México, considerando el precio del mercado de sus pagarés en esa fecha (véase cuadro 1). La mayor parte de los bancos acreedores no participó al considerar que este

9/ El riesgo-país es una combinación del riesgo de transferencia, o probabilidad de que el país deudor no disponga de las divisas que permitan a sus agentes deudores domésticos remitir los servicios de deuda al exterior, y del riesgo soberano, o probabilidad de que el gobierno del país deudor suspenda el servicio de la deuda externa atendiendo a factores políticos y de negociación.

10/ Las proposiciones de Ministro Bresser significaban convertir alrededor de US\$ 35 mil millones, equivalentes a la mitad de la deuda externa de la banca comercial brasileña con la banca internacional, con un descuento del 25% al 30% en bonos que emitiría el Gobierno de Brasil. Estos bonos se denominarían en cruzados al tipo de cambio oficial, serían presumiblemente de naturaleza reajutable, y devengarían un interés pagadero mensualmente a la tasa de interés en curso de los pagarés de tesorería de los Estados Unidos. El 20% de los intereses se pagaría en dólares, un 40% se pagarían en cruzados y serían represtados al Gobierno de Brasil, y el 40% restante se utilizaría para hacer inversiones en dicho país. Para los bancos acreedores grandes esta proposición significaba reconocer de la partida una pérdida de stock en sus créditos equivalente al 25%-30% de descuento. Por otra parte, la redención en cruzados, la forma de pago de los intereses y el destino de los mismos, contenían un riesgo de transferencia que presumiblemente llevó a los bancos acreedores a valorar los flujos de los bonos por debajo de sus valores nominales. Véase: P. Truell, "Bankers View Brazil Debt Plan as Unacceptable", The Wall Street Journal, 4 de septiembre de 1987.

precio subestimaba el precio de equilibrio de los pagarés y que los bonos podrían igualmente ser objeto de descuento en los mercados de capital.^{11/}

La conversión de los pagarés de deuda externa en bonos también podrían efectuarla instituciones financieras residentes en el extranjero. Si se trata de una iniciativa internacional en torno al problema de la deuda externa, el descuento en el precio de los pagarés se distribuiría en primera instancia entre la institución multilateral que efectuaría la conversión y los bancos acreedores de acuerdo con la fórmula (4) que se presentó más arriba. El descuento " b_0 " por unidad de deuda externa que capta la institución multilateral, sería enseguida traspasada a los países deudores disminuyendo el monto de sus deudas externas y de sus servicios.^{12/} Esta alternativa encontró a comienzos de 1988 apoyo en algunos de los propios bancos acreedores. ^{13/}

^{11/} El gobierno de México emitió bonos de deuda externa pública a una tasa LIBOR + 1 5/8% con íntegra amortización de sus saldos de capital al cabo de 20 años y cuyo pago se garantizó con bonos de la Tesorería de Estados Unidos emitidos al 8% de interés anual y con la misma modalidad de amortización. A juicio de los bancos acreedores, los bonos también se transarían con descuento ya que su mayor margen sobre la tasa LIBOR (en relación con el margen de 13/16% de la última reprogramación de deuda de México) no compensaría el riesgo de no pago de sus intereses. A diferencia de la amortización, la fórmula mexicana no colateralizó el pago de intereses. Véase: *Financial Times*, marzo 5 de 1988, p. 2.

^{12/} Las iniciativas frente al problema de la deuda externa que podría adoptar una institución multilateral se revisan en: C.F. Bergsten, W.R. Cline y J. Williamson, "Bank Lending to Developing Countries: The Policy Alternatives", *Institute for International Economics*, abril 1985, Washington, pp. 196-199.

^{13/} Véase, J.D. Robinson, "Seek New Alternatives on Debt", *The Journal of Commerce*, May 5, 1988.

En el caso de conversiones comerciales a cargo de instituciones financieras extranjeras privadas, los pagarés de deuda externa se convertirían en bonos "especulativos" de alta rentabilidad y de alto riesgo.^{14/} La alta rentabilidad se obtendría reservando una parte importante del descuento en el precio de mercado de los pagarés como renta para los potenciales inversionistas en bonos; el alto riesgo se derivaría de mantener inalterado el valor contractual de la deuda externa de los bancos y de otras instituciones de los países deudores. Otra parte del descuento beneficiaría a la institución financiera extranjera que efectúa la conversión; la parte restante del descuento permanecería con los propios bonos acreedores ya que de lo contrario no participarían en estas operaciones.

Si denominamos " h_0 " al descuento en el precio al que los bonos de un país se transarían en los mercados de capital, " g_0 " al descuento en el precio de compra de los pagarés a los bancos acreedores por parte de la institución extranjera emisora de bonos, y " d_0 " el descuento en el precio de mercado de los pagarés, este último daría origen a la siguiente distribución de rentas económicas por unidad de deuda externa convertida:

$$d_0 = h_0 + (g_0 - h_0) + (d_0 - g_0), \quad h_0 < g_0 < d_0 \quad \text{en que:} \quad (5)$$

h_0 es la renta económica potencial de los inversionistas en bonos de deuda externa;

^{14/} Véase por ejemplo: L. Wayne, "Wall Street Newest Magic Show", The New York Times (Business), septiembre 13 de 1987, sección 3.

$(g_0 - h_0)$ es la renta económica de la institución extranjera emisora de bonos;

$(d_0 - g_0)$ es la renta económica que permanece con los bancos acreedores extranjeros.

La captura del descuento en el precio de mercado de los pagarés por parte de instituciones y agentes residentes en el extranjero quita todo sentido a la conversión de los pagarés de un país en "bonos especulativos". Esta conversión no altera el valor contractual ni el servicio de su deuda externa. Por otra parte, las características de riesgo de estos bonos torna poco probable que puedan transarse en el mercado secundario considerando las dificultades que han encontrado los bonos con amortización garantizada que ha ofrecido México.

2. Rescate de la deuda externa

El rescate de pagarés de deuda externa consiste en su prepago o pago antes de su fecha de vencimiento por parte de residentes domésticos atraídos por las ganancias que posibilita el descuento en el precio de mercado de los pagarés. Las operaciones de rescate son potencialmente muy beneficiosas para el país deudor. Estas operaciones disminuyen su deuda externa y su servicio ya que el descuento " d_0 " puede ser íntegramente captado o nacionalizado por residentes domésticos; estos últimos pueden adquirir con $(1 - d_0)$ divisas una unidad de deuda externa. Sin embargo, el origen de las divisas para comprar los pagarés en el exterior, y las normas que regulan los programas de rescate, influyen tanto en el beneficio que puede derivar el país como en la distribución del descuento entre las instituciones y los agentes domésticos que participan en las operaciones.

Si residentes privados tuvieran acceso al mercado oficial de divisas con el objeto de adquirir pagarés a los bancos acreedores, el descuento en el precio de mercado de los pagarés podría en gran medida ser captado por dichos agentes, esto es, habría una substancial "privatización" de las rentas económicas que posibilita el descuento. Al mismo tiempo, las operaciones de conversión drenarían las reservas de divisas del Banco Central. Por estas razones, el rescate de pagarés de deuda externa por parte de residentes privados demanda un procedimiento para socializar dichas rentas y divisas localizadas fuera del mercado oficial.

La participación de una institución pública --tal como el Banco Central-- en el descuento con el que los residentes domésticos adquieren los pagarés en el exterior, puede lograrse introduciendo una licitación o remate que meramente conceda el derecho a estos residentes a vender los pagarés a los bancos e instituciones deudoras locales. Las divisas localizadas fuera del mercado oficial consisten en tenencias privadas que residentes domésticos mantienen fuera del mercado oficial y en divisas suministradas por el mercado paralelo. Uno de los principales propósitos de los programas de rescate y de conversión de deuda externa, en relación con la primera fuente de divisas, consiste en incentivar a los residentes domésticos a que repatrien capital a través de la compra de pagarés en el exterior.

Si en el país opera un mercado paralelo de divisas, los residentes domésticos siempre tienen la opción de comprar y de vender divisas al

tipo de cambio paralelo (TP). Denominemos " δ " a la proporción que mide la diferencia entre este tipo de cambio y el tipo de cambio oficial (TC), de tal manera que a una fecha determinada: $TP_0 = TC_0(1 + \delta_0)$. La condición necesaria para que las operaciones de rescate en esa fecha sean factibles, es que el costo de las divisas —en moneda nacional y al tipo de cambio paralelo— para adquirir una unidad de deuda externa al precio $(1 - d_0)$ en el mercado secundario, sea menor que los recursos en moneda nacional que entrega la institución deudora local que rescata esa unidad de su deuda externa el tipo de cambio oficial:

$$(1 - d_0)(1 + \delta_0)TC_0 < TC_0 \quad (6 - 1)$$

Esta desigualdad puede expresarse como:^{15/}

$$\left(\frac{d_0}{1 - d_0}\right) > \delta_0, \quad p_0 = (1 - d_0) \quad (6 - 2)$$

El cuadro 3 ilustra esta relación señalando los máximos diferenciales cambiarios (entre el tipo de cambio paralelo y el tipo de cambio oficial) que posibilitan la realización de operaciones de rescate ante determinados descuentos de los respectivos pagarés en el mercado secundario. Si la desigualdad (6 - 2) no se cumple, los tenedores

^{15/} La expresión (6 - 1) puede reordenarse en primer término como:

$$\delta < 1/(1 - d) - 1,$$

y a partir de aquí como:

$$\delta < 1/(1 - d) - (1 - d)/(1 - d)$$

Si se simplifica se obtiene la desigualdad (6 - 2) del texto.

Quadro 3

MAXIMOS DIFERENCIALES CAMBIARIOS QUE POSIBILITAN OPERACIONES DE
RESCATE DE PAGARES ANTE DETERMINADOS DESCUENTOS EN
EL MERCADO SECUNDARIO

Proporción de descuento (d)	Diferencial cambiario (δ)
0.1	0.11
0.2	0.25
0.3	0.43
0.4	0.67
0.5	1
0.6	1.5
0.7	2.33
0.8	4.0
0.9	9

domésticos de divisas no oficiales que deseen repatriar capital, lo harán vendiendo directamente divisas en el mercado paralelo en tanto que, desde la partida, las operaciones no serían rentables para los residentes locales que quisieran operar adquiriendo divisas en dicho mercado.

Consideremos en primer término operaciones de rescate no afectas a una licitación de derechos para operar, con divisas adquiridas en el mercado paralelo con un diferencial cambiario " δ_0 ", y afectas a una comisión de transacción " c_0 " por unidad de deuda externa en favor de un intermediario local. Si se supone que esta comisión es liquidable al tipo de cambio oficial, el precio de costo en moneda nacional por unidad de deuda externa para un residente doméstico que efectúa una operación de rescate alcanza a:16/

$$(1 - d_0)(1 + \delta_0)TC_0 + c_0TC_0 \quad (7)$$

Si denominamos " e_0 " a la proporción de descuento por unidad de deuda externa que aplican las instituciones deudoras locales al comprar sus pagarés al tipo de cambio oficial, el precio por unidad de deuda externa en moneda nacional que obtienen los residentes domésticos que presentan pagarés para su rescate es igual a: $(1 - e_0)TC_0$. En consecuencia, el monto de ganancia en moneda nacional por unidad de deuda externa " G'_0 ", que obtendría un residente doméstico que efectúa una operación rescate sería de:

16/ Si la comisión de transacción es liquidable en moneda extranjera el precio de costo sería: $(1 - d_0)(1 + \delta_0)TC_0 + c_0(1 + \delta_0)TC_0$.

$$G'_0 = (1 - e_0)TC_0 - [(1 - d_0)(1 + \delta_0)TC_0 + c_0TC_0] \quad (8)$$

La ganancia en moneda extranjera por unidad de deuda externa rescatada que obtendría el residente doméstico, se obtiene dividiendo este monto por el tipo de cambio que prevalece en el mercado paralelo de divisas. Este último constituye la alternativa cambiaria del agente que efectúa una operación de rescate:

$$g'_0 = \frac{G_0}{TC_0(1 + \delta_0)} = \frac{1 - e_0 - c_0}{1 + \delta_0} - (1 - d_0) \quad (9)$$

Las ganancias tenderán a pardeurar ya que las operaciones de rescate son discontinuas en el tiempo y de bajo riesgo para los agentes domésticos que las realizan.^{17/} Desde luego, una situación de ganancia positiva se diluirá en parte a través de la presión al alza de los factores que captan renta económica, ya sea aumentando el diferencial cambiaria, el descuento por prepago o la comisión de transacción.

La situación de ganancia positiva en moneda extranjera, posibilitaría a los residentes domésticos que realizan operaciones de rescate armar "máquinas" para remitir divisas al exterior. Si $g'_0 > 0$, la fórmula (9) implica la desigualdad:

$$\frac{1 - e_0 - c_0}{1 + \delta_0} > (1 - d_0) \quad (9 - 1)$$

^{17/} Los agentes domésticos pueden contratar el precio del pagaré en el exterior y el precio al que lo rescatará el banco deudor, y comprar divisas en el mercado paralelo y licitar derechos a operar teniendo en cuenta el comportamiento reciente de estas variables.

El lado izquierdo de esta expresión muestra las divisas por unidad de deuda externa rescatada que los residentes domésticos podrían comprar en el mercado paralelo de cambios con los recursos netos en moneda nacional que provienen de una operación de rescate. El lado derecho indica las divisas por unidad de deuda externa que demandaron inicialmente en ese mercado a fin de adquirir pagarés en el exterior.

La desigualdad (9 - 1) destaca el papel esencial que juega una licitación competitiva de derechos a operar por parte del Banco Central u otra institución pública. Esta licitación captará renta económica y tenderá a reducir la ganancia a cero previniendo la remesa de divisas al exterior y manteniendo bajo control el precio de la divisa en el mercado paralelo. Si denominamos " t_o " al derecho a operar por unidad de deuda externa, a cancelarse en favor de la institución pública licitadora al tipo de cambio oficial, la licitación competitiva de derechos a operar (con divisas provenientes del mercado paralelo) culmina con las siguientes expresiones para la ganancia en moneda nacional y en moneda extranjera por unidad de deuda externa rescatada:

$$G_o = (1 - e_o)TC_o - [(1 - d_o)(1 + \delta_o)TC_o + c_oTC_o + t_oTC_o] = 0 \quad (10)$$

$$g_o = \frac{G_o}{TC_o(1 + \delta_o)} = \frac{1 - e_o - c_o - t_o}{(1 + \delta_o)} - (1 - d_o) = 0 \quad (11)$$

Esta última fórmula señala que en una situación de ganancia nula, las divisas que podrían recomprar los residentes domésticos en el mercado

cambiarlo paralelo por unidad de deuda externa rescatada, $(1 - e_0 - c_0 - t_0)/(1 + \delta_0)$, son iguales a las divisas que esos residentes requirieron para adquirir una unidad de deuda externa a los bancos acreedores, $(1 - d_0)$.

Un reordenamiento de la fórmula (11) muestra la distribución del descuento "d₀" con la que se transan los pagarés en el exterior entre las instituciones y los agentes domésticos que participan en una operación de rescate:

$$d_0 = (1 - d_0) \delta_0 + c_0 + t_0 + e_0 \quad 18/ \quad (11 - 1)$$

El derecho a operar "t₀" que recauda el Banco Central u otra institución pública licitadora, es la proporción del descuento por unidad de deuda externa que se socializa. Los restantes términos constituyen la proporción del descuento por unidad de deuda externa que se privatiza. Los oferentes de divisas al mercado paralelo ganan el diferencial cambiario por las divisas que financian la adquisición de pagarés en el exterior y que por unidad de deuda externa alcanza a $(1 - d_0) \delta_0$. El agente que hace las veces de intermediario gana una comisión de transacción por unidad de deuda externa igual a "c₀". El banco o la

18/ Si $g_0 = 0$, la fórmula (11) puede reescribirse en primer término como: $(1 - e_0 - c_0 - t_0) = (1 - d_0)(1 + \delta_0)$. Si se despeja "d₀" se obtiene la expresión (11 - 1) del texto.

institución deudora local capta el descuento con el que prepaga un título de su propia emisión y que por unidad de deuda externa alcanza a " e_0 ".^{19/}

Consideremos en segundo lugar operaciones de rescate de deuda externa por parte de residentes domésticos que disponen de tenencias de divisas localizadas en el exterior. En este caso, la licitación competitiva de derechos a operar tenderá a reducir la ganancia hasta que ésta sea igual a la renta económica que habrían obtenido esos residentes si en forma alternativa hubieran ofrecido divisas al mercado paralelo por un monto equivalente a los requerimientos de una determinada operación de rescate. Un reordenamiento de la fórmula (11 - 1) de la distribución del descuento entre las instituciones y agentes participantes conduce a:

$$(d_0 - e_0 - c_0 - t_0) = (1 - d_0) \delta_0 \quad (11 - 2)$$

Esta expresión señala que la ganancia por unidad de deuda externa rescatada por parte de los residentes domésticos que repatrián capital, y que figura a la izquierda de la fórmula, es igual a la renta económica que origina el diferencial cambiario por las divisas con las que adquieren pagarés en el exterior y que figura a la derecha. Tal como en la fórmula (11 - 1), los restantes factores que captan el descuento en el precio de mercado de los pagarés son el derecho a operar, la comisión de transacción y el descuento con el que una institución deudora local rescata un pagaré de su emisión. La tendencia a que las ganancias sean

^{19/} Este descuento encierra una ganancia de capital y, por ende, dependiendo del monto de prepagos, puede constituirse en una fuente para incrementar la solvencia de los bancos o instituciones deudoras locales.

iguales a las rentas económicas, prácticamente impide a los residentes domésticos adquirir con los recursos en moneda nacional que obtienen de las instituciones que rescatan pagarés, más divisas en el mercado paralelo que las tenencias que aplicaron a la compra de pagarés en el exterior. Por esta vía, el derecho a operar previene que la repatriación de capital que tiene lugar pueda emprender "viajes en redondo".

3. Conversión en títulos de propiedad sobre activos o capital doméstico

La conversión de deuda externa en títulos de propiedad sobre activos o capital doméstico representa "capitalizaciones" de deuda por parte de inversionistas residentes en el extranjero. La primera etapa de una conversión es similar a una operación de rescate en la medida que los inversionistas adquieren los pagarés en el exterior con sus propias tenencias de divisas y que reciben recursos en moneda nacional de los bancos e instituciones deudoras locales que compran tales pagarés. A continuación, estos recursos deben destinarse a la adquisición o a la formación de activos o de capital en el país deudor de acuerdo con la normativa de su programa de conversión.

Las operaciones de conversión de deuda externa en títulos de propiedad disminuyen el monto de la deuda y de su servicio, pero, originan el compromiso de remitir utilidades y saldos de capital al exterior al cabo de algún período. Se ha argumentado que estas remesas se mueven a la par del ritmo de actividad económica y que, por lo tanto,

tienen una ventaja adicional sobre el servicio de la deuda.^{20/} Sin embargo, las conversiones en títulos de propiedad también abren preguntas acerca de la captura del descuento con el que se transan los pagarés en el exterior y del efecto neto que estas operaciones producen sobre la balanza de pagos y los ingresos del país deudor.

Con el objeto de abordar estas preguntas se hará el supuesto simplificador de que de no mediar este tipo de conversión, la amortización de los respectivos pagarés de deuda externa se habría renegociado en forma continua. En consecuencia, estos pagarés habrían constituido una deuda externa perpetua cuyo servicio habría consistido sólo en intereses. La contrapartida de este supuesto es que los activos domésticos sujetos a conversión también son perpetuos destinando una parte de los excedentes a mantener intactos sus saldos de capital. Por lo tanto, las utilidades a remitirse al exterior son netas de depreciación y de impuestos. Por otra parte, y con el mismo propósito, se admitirá que la inflación es nula o bien que previamente todos los valores envueltos se han expresado en términos de precios comparables entre sí.

Admitase que un inversionista residente en el extranjero adquiere en una determinada fecha un pagaré de deuda externa de un país con un valor de libro de " A_0 " en divisas, al precio $(1 - d_0)$ por unidad de deuda externa y que convierte dicho pagaré en moneda nacional al tipo de cambio

^{20/} El argumento supone que los inversionistas extranjeros canalizarían sus recursos principalmente a los sectores productores de divisas.

oficial " TC_0 " y al precio $(1 - e_0)$ por unidad de deuda externa en que " e_0 " es el descuento que aplica la institución deudora local que rescata el pagaré. El inversionista recibe recursos en moneda nacional equivalentes a: $[(1 - e_0)A_0TC_0]$ que destina a la adquisición de títulos de propiedad sobre activos domésticos. El inversionista anticipa que este capital generará una tasa de retorno en moneda nacional (neta de inflación y de impuestos) de " r ", tasa que aquí representará un parámetro de la economía. Por otra parte, si se anticipa que el tipo de cambio oficial (ajustado por inflación) que prevalecerá cuando puedan remitirse excedentes al exterior es de " TC_1 ", el envío de utilidades en divisas que origina la operación de conversión en un determinado período alcanzaría a:

$$U_1 = (1 - e_0)A_0\left(\frac{TC_0}{TC_1}\right)r \quad (12)$$

El inversionista extranjero compromete $(1 - d_0)A_0$ divisas en la operación de conversión, y por lo tanto, su tasa esperada de retorno en divisas " ρ " es igual a:

$$\rho = \frac{U_1}{(1 - d_0)A_0} = \left(\frac{1 - e_0}{1 - d_0}\right)\left(\frac{TC_0}{TC_1}\right)r \quad (13)$$

Esta fórmula muestra que dada la relación entre los tipos de cambio, la tasa de retorno en divisas supera a la tasa de retorno en moneda nacional en un múltiplo dado por la relación de precios $(1 - e_0)/(1 - d_0)$ en que $(1 - e_0)$ es el precio de rescate que paga el

banco deudor local y $(1 - d_0)$ es el precio de mercado del pagaré en el exterior, ambos por unidad de deuda externa, y en que $(1 - e_0) > (1 - d_0)$.

El contenido de la relación de precios $(1 - e_0)/(1 - d_0)$ puede inferirse a partir de la fórmula (10) de la ganancia en moneda nacional de operaciones de rescate de pagarés, considerando que en esta etapa una operación de conversión en títulos de propiedad es similar a una operación de rescate. Como el inversionista tiene acceso al mercado oficial de divisas, la ganancia de realizar una operación de rescate al tipo de cambio oficial "TC" habría sido:

$$g'_0 = \left(\frac{G_0}{TC_0} \right) = (1 - e_0) - (1 - d_0)(1 + \delta_0) - c_0 - t_0 = 0 \quad (11 - 3)$$

De esta expresión puede despejarse la renta económica "j" por unidad de deuda externa que el inversionista capta del descuento con el que se transan los pagarés en el exterior:

$$j_0 = [(1 - e_0) - (1 - d_0)] = (1 - d_0)\delta_0 + c_0 + t_0 \quad (14)$$

Si esta expresión se divide por el precio de mercado de los pagarés y se reordena se tiene:

$$\left(\frac{1 - e_0}{1 - d_0} \right) = 1 + \delta_0 + \frac{c_0 + t_0}{(1 - d_0)} \quad (14 - 1)$$

El lado derecho muestra el contenido de renta de la relación de precios, $(1 - e_0)/(1 - d_0) > 1$, que beneficia al inversionista. Este contenido es equivalente al diferencial cambiario " δ_0 ", entre el tipo de cambio paralelo y el tipo de cambio oficial, más el derecho a operar " t_0 ", y la comisión de transacción " c_0 ", que el inversionista extranjero capta en forma implícita en el caso que estos factores no estén presentes en las operaciones de conversión. 21/

La renta económica del inversionista $j_0 = [(1 - e_0) - (1 - d_0)] = (d_0 - e_0)$ que figura en (14), y el descuento " e_0 " que capta el banco o la institución deudora local que rescate un pagaré, agotan el descuento con el que se transan los pagarés en el exterior ya que por definición: $d_0 = (d_0 - e_0) + e_0$. Sin embargo, a raíz del cambio en la naturaleza contractual de los títulos de deuda en títulos de propiedad, la distribución del descuento " d_0 " es sólo un componente del efecto de las operaciones de conversión sobre los ingresos y la balanza de pagos del país deudor.

21/ Si el inversionista está sujeto al pago de una comisión de transacción y a una licitación competitiva de derechos a operar, tal como en una operación de rescate; el precio de recompra de las instituciones deudoras locales que rescatan pagarés tendría que reducirse con el objeto de acomodar estos elementos captadores de renta. En este caso, la fórmula (14-1) se escribiría como:

$$\frac{1 - c_0 - t_0 - e_0}{(1 - d_0)} = (1 + \delta_0) \quad (14 - 2)$$

a) Conversión en títulos de propiedad sobre activos o capital existente

La conversión de pagarés de deuda externa en títulos de propiedad sobre activos o capital ya existente en el país deudor son, desde el punto de vista de este último, equivalentes a daciones o entregas de bienes en pago de deudas externas.

Consideremos un inversionista extranjero que adquiere en una determinada fecha un pagaré de deuda externa de un país con un valor nominal o de libro en divisas de " A_0 " y que de inmediato lo convierte en títulos de propiedad sobre activos o capitales existentes en dicho país. De no mediar la conversión en títulos de propiedad el servicio de la deuda habría consistido en el pago de intereses (ante el supuesto de un refinanciamiento continuo de las amortizaciones). Si el país no estuviera sobreendeudado, el pago periódico de intereses en divisas sería de $I' = iA_0$, en que " i " es la tasa internacional de interés a la que se encuentra pactado el pagaré, en tanto que el valor presente del servicio de su deuda sería igual al valor nominal del pagaré $VPSD'_0 = (I'/i) = A_0$. El sobreendeudamiento externo del país determina en definitiva que la tasa de interés " i " sólo sea aplicable a la proporción de la deuda externa que se estima cancelable o sostenible, o bien, que se reduzca la tasa de interés en esa proporción si se mantiene el valor nominal de la deuda. En consecuencia, si denominamos " s_0 " a la proporción de sobreendeudamiento externo del país en la fecha " t_0 ", el pago periódico de intereses del pagaré alcanzaría a: $I = (1 - s_0)iA_0$.

El valor presente del servicio de la deuda del pagaré en divisas, (VPSD), puede obtenerse actualizando los montos cancelables de intereses "I" con la tasa de interés a la que se encuentra pactado el pagaré "i", o alternativamente, actualizando los montos pactados de intereses "I'" con una tasa de descuento que refleje la proporción de deuda externa que se estima sostenible o cancelable [$i/(1 - s_0)$]:

$$VPSD = \left(\frac{I}{i}\right) = \frac{I'}{i/(1 - s_0)} = (1 - s_0)A_0 \quad (15)$$

en que " s_0 " es la proporción de sobreendeudamiento externo.

La tasa de interés a la que se encuentra pactada la deuda externa puede adoptarse como tasa de descuento de la remesa de utilidades en divisas provenientes de operaciones de conversión en activos o en capital.^{22/} De acuerdo con la fórmula (12), el valor presente de la remesa de utilidades de la conversión del pagaré " A_0 " es igual a:

$$VPRU = \left(\frac{U}{i}\right) = (1 - e_0) \left(\frac{TC_0}{TC_1}\right) \left(\frac{r}{i}\right) A_0 \quad (16)$$

La comparación entre el valor presente del servicio de la deuda del pagaré que se deja de realizar con el valor presente de las remesas de utilidades que ocasiona la operación de conversión, muestra la condición

^{22/} La tasa de descuento del inversionista puede ser mayor que la tasa de descuento del país deudor dependiendo del riesgo que el primero atribuya al flujo de utilidades de proyectos de conversión de deuda en capital.

en la que este último supera al primero. Si se reordenan los términos de las fórmulas de valores presentes esta condición se cumple sí:

$$\left(\frac{1 - e_0}{1 - s_0}\right) \left(\frac{TC_0}{TC_1}\right) r > i \quad (17)$$

Lo esperable es que el precio por unidad de deuda externa que pagan las instituciones deudoras locales, $(1 - e_0)$, sea mayor que la proporción de la deuda externa que se estima cancelable $(1 - s_0)$. En consecuencia, si el tipo de cambio esperado es igual al tipo de cambio actual ($TC_1 = TC_0$), basta que la tasa de retorno del proyecto de conversión en moneda nacional sea igual que la tasa internacional de interés ($r = i$), para que la condición (17) se cumpla. La igualdad de los tipos de cambio no es un supuesto restrictivo en países sobreendeudados en los que actualmente prevalecen elevadas paridades cambiarias ya que éstas podrían disminuir (en términos reales) en el futuro. Esta evolución torna aún más probable que a partir de una determinada tasa de retorno en moneda nacional, las remesas de utilidades en divisas superan el servicio de la deuda que se deja de realizar.

Si se acepta el veredicto del mercado en cuanto a que el descuento en el precio de los pagarés es un indicador apropiado del sobreendeudamiento externo ($d_0 = s_0$), la condición (17) se cumple si:

$$\left(\frac{1 - e_0}{1 - d_0}\right) \left(\frac{TC_0}{TC_1}\right) r > i \quad (18)$$

La fórmula (13) señala que los términos de la izquierda definen la tasa esperada de retorno en divisas de la operación de conversión. Se sabe que el precio al que rescatan los pagarés las instituciones deudoras locales es mayor que el precio de mercado de los pagarés: $(1 - e_0)/(1 - d_0) > 1$. En consecuencia si el tipo de cambio esperado es igual al tipo de cambio actual ($TC_1 = TC_0$), es prácticamente seguro que la remesa de utilidades en divisas será mayor que los intereses que se dejan de pagar. En este caso, la tasa de retorno del proyecto de conversión en moneda nacional puede incluso ser inferior a la tasa internacional de interés ($r < i$), para que la condición (17) se cumpla.

Si las operaciones de conversión en activos o capitales ya existentes satisfacen la desigualdad (17), proporcionarán un alivio transitorio a la estrechez de divisas del país sobreendeudado mientras no se remitan utilidades al extranjero y agravarán los problemas de divisas una vez que estas remesas tengan lugar. Por otra parte, la diferencia entre los valores presentes de las remesas de utilidades del servicio de la deuda, $(VPRU - VPSD) > 0$, no equivale solamente a un deterioro de la balanza de pagos del país deudor. Como el producto o ingreso geográfico no ha sido afectado, esta diferencia representa al mismo tiempo una disminución en el ingreso nacional de los residentes domésticos (ya que las remesas de utilidades superan la reducción en las remesas de intereses).

La banca acreedora o sus agentes también pueden efectuar capitalizaciones directas de sus pagarés de deuda externa en títulos de

propiedad en el país deudor. A diferencia de las pérdidas que con frecuencia produce a la banca local la liquidación de garantías sobre créditos incobrables, la capitalización de deudas otorga a la banca acreedora internacional una clara alternativa para transformar créditos de alto riesgo en activos rentables al evitar tanto el descuento con el que se transan sus pagarés en el exterior como el derecho a operar y la comisión de transacción que en forma alternativa afectan a las operaciones de rescate de deuda externa. La fórmula (13) señala que al no estar sujetas al descuento en el precio de mercado de los pagarés en el exterior, la tasa esperada de retorno en divisas de capitalizaciones directas de pagarés por parte de la banca acreedora es:

$$p' = (1 - e_0) \left(\frac{TC_0}{TC_1} \right) r \quad (13 - 1)$$

Esta tasa es de naturaleza "contable" ya que valora un pagaré que es objeto de conversión al precio de uno por unidad de deuda externa en vez de valorarlo a su precio de mercado. Aún así, si se admite que el tipo de cambio esperado es igual al tipo de cambio actual ($TC_1 = TC_0$), las capitalizaciones directas de deuda producirán a la banca acreedora una tasa de retorno en moneda extranjera mayor que la tasa de interés de los créditos convertidos si:

$$(1 - e_0)r > i \quad (19)$$

Los bancos acreedores extranjeros pueden incluso evitar el descuento que aplican los bancos deudores locales al rescatar sus

pagarés, si se trata de pagarés de deuda externa de sus propias sucursales en los países deudores. En este caso, la tasa de retorno (contable) de la fórmula (13 - 1) es igual a:

$$j^* = \left(\frac{TC_0}{TC_1}\right)r \quad (13 - 2)$$

Si de nuevo se supone que el tipo de cambio esperado es igual al tipo de cambio actual ($TC_1 = TC_0$), bastaría que la tasa de retorno en moneda nacional sea mayor que la tasa internacional de interés ($r > i$), para que tales capitalizaciones logren una tasa de retorno en divisas mayor que la tasa de interés de los propios créditos convertidos.

b) Conversión en títulos de propiedad sobre activos nuevos

Las operaciones de conversión en títulos de propiedad pueden tener sentido económico para el país deudor si los recursos en moneda nacional que recibe el inversionista extranjero a cambio de los pagarés de deuda externa, originan inversiones que amplían la capacidad instalada de producción, en particular, en bienes exportables (o importables), o si alternativamente, esos recursos permiten ocupar capacidad instalada en el sector exportable (o importable) que se encuentra ociosa por razones de falencia financiera u otras.^{23/} A diferencia de la conversión en títulos de propiedad sobre activos ya existentes y en producción, estos proyectos

^{23/} La "adición" a la capacidad instalada a través de inversiones efectivas, y no meramente la compra de activos existentes, ha sido ampliamente enfatizada en la discusión sobre conversión de deuda en títulos de propiedad.

generan tanto exportaciones (o sustitutos de importaciones) como valor agregado previamente inexistentes. Denominemos VPX al valor presente de las exportaciones netas en divisas y VPVAX al valor presente del valor agregado neto ^{24/} a las exportaciones en divisas que genera un proyecto de inversión en nuevos activos que proviene de una operación de conversión de pagarés de deuda externa. Los efectos netos del proyecto sobre la balanza de pagos y sobre el ingreso nacional son positivas si se cumplen respectivamente las siguientes condiciones:

$$VPX - (VPRU - VPSD) > 0 \quad (20 - 1)$$

$$VPVAX - (VPRU - VPSD) > 0 \quad (20 - 2)$$

Estas condiciones no son difíciles de cumplir aún si el valor presente de las remesas de utilidades, (VPRU), supera el valor presente del servicio de la deuda (VPSD). Por definición, $VPX > VPVAX > VPRU$, ya que el valor de la producción supera el valor agregado y las utilidades son un componente de este último. Si el país deudor está sujeto a una "brecha de divisas", el cumplimiento de la condición (20-1) es necesario para que una operación de conversión en nuevos activos pueda justificarse.

^{24/} El objetivo neto incluye efectos "indirectos" sobre la balanza de pagos y sobre el ingreso nacional que pueden ocasionar las operaciones de conversión en nuevos activos o capitales tal como la sustitución de proyectos de inversión ya previstos.

IV. FINANCIAMIENTO DE LAS OPERACIONES DE RESCATE Y DE CONVERSION DE PAGARES DE LA DEUDA EXTERNA

Como se señaló, las divisas que financian la compra de pagarés en el exterior deberían provenir de tenencias que residentes domésticos e inversionistas extranjeros mantienen fuera del mercado oficial.^{25/} Sin embargo, la propia demanda por divisas que proviene de las operaciones de rescate de pagarés, estimula el desarrollo de un mercado cambiario paralelo y contribuye al diferencial cambiario " d " entre el tipo de cambio paralelo y el tipo de cambio oficial. Este diferencial a su vez incentiva el desvío de divisas desde el mercado oficial al mercado paralelo (a través de la subfacturación de exportaciones, la sobrefacturación de importaciones y otras prácticas). Si esto ocurre, las operaciones de rescate de pagarés por parte de residentes domésticos distraen divisas de las importaciones y de otros usos, y al mismo tiempo, transfieren recursos al sector privado. La fórmula (11 - 1) señala que en el caso de divisas desviadas al mercado paralelo, el Banco Central deja de recibir la renta económica atribuible al diferencial cambiario $(1 - d_0) \delta_0$ en que $(1 - d_0)$ es el precio de mercado de los pagarés en el exterior.

Los bancos e instituciones deudoras locales que rescatan pagarés de deuda externa disponen de dos grandes alternativas para obtener los correspondientes medios de pago en moneda nacional. Primero, pueden

^{25/} Desde luego, el Banco Central de un país deudor puede recurrir a las reservas oficiales con el objeto de adquirir obligaciones externas de su propia emisión, y en el eventual caso de disponer de una holgura de reservas, contemplar alternativas de recompra de pagarés en mayor escala, tal como la que recientemente realizó México.

incrementar otros componentes de sus pasivos (al margen de sus obligaciones con el exterior), en particular, sus niveles de endeudamiento con otros agentes domésticos. Por esta vía, los bancos locales que incrementan sus depósitos y captaciones del público para rescatar sus pagarés, convierten su deuda externa (en divisas) en deuda interna (en moneda nacional). Segundo, pueden reducir sus activos, ya sea vendiendo títulos financieros o valores en cartera o dando en pago o transando activos físicos o bienes. El gobierno tiene además otras alternativas para hacerse de fondos: puede recurrir a la tributación con el objeto de transferir recursos desde el sector privado, o bien, puede pedir prestado medios de pago al Banco Central.

El cuadro 4 enumera las principales alternativas de financiamiento con recursos nacionales que pueden contemplar las instituciones deudoras locales. Estas alternativas y su magnitud dependen del desarrollo que muestren los mercados domésticos de capital. Mercados de capital más desarrollados permiten a estas instituciones emitir una diversidad de títulos de deuda y de títulos financieros, y al Banco Central recurrir a operaciones de mercado abierto con el objeto de neutralizar el efecto expansivo sobre la emisión que puede ocasionar el rescate de sus propios pagarés.

Un banco o institución deudora local que rescata un monto " A_0 " de pagarés al tipo de cambio oficial y con un descuento " e_0 " por unidad de deuda externa, requerirá recursos en moneda nacional equivalentes a:

Cuadro 4

**ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO DE LA COMPRA DE PAGARES DE LA DEUDA
EXTERNA CON RECURSOS EN MONEDA NACIONAL**

Alternativas de financiamiento	Incremento de pasivos	Disminución de activos	Transferencia de recursos
Instituciones deudoras			
Sector financiero	<ul style="list-style-type: none"> - Incremento de depósitos del público y de otros títulos de deuda. - Emisión de valores o títulos financieros. 	<ul style="list-style-type: none"> - Reducción de colocaciones recolectando créditos en sus fechas de vencimiento. - Venta de inversiones financieras. 	--
Banco Central	<ul style="list-style-type: none"> - Incremento de dinero M_0 si rescate pagarés de deuda externa de su emisión. - Emisión de valores o títulos financieros. 	<ul style="list-style-type: none"> - Reducción de reservas de divisas si compra directamente pagarés en el exterior. 	--
Gobierno	<ul style="list-style-type: none"> - Incremento préstamos del Banco Central. - Emisión de títulos de la Tesorería de la Nación. 	<ul style="list-style-type: none"> - Venta de activos reales. - Dación de activos reales en pago. 	<ul style="list-style-type: none"> - Aumento de impuestos al sector privado. - Incremento de préstamos de dinero del Banco Central.
Empresas	<ul style="list-style-type: none"> - Incremento préstamos con el sector bancario. 	<ul style="list-style-type: none"> - Venta de activos reales o financieros. - Dación de activos reales en pago. 	--

$$F_0 = (1 - e_0)TC_0A_0 \quad (21)$$

El cuadro 5 ilustra la magnitud de diversas fuentes de financiamiento en moneda nacional que rescatan, cada una, el equivalente al 1% de las deudas externas con la banca internacional de un grupo de países de la región admitiendo que las instituciones deudoras locales rescatan sus pagarés al tipo de cambio oficial y al 90% de sus precios de libro, $(1 - e_0) = 0.9$. La segunda y la tercera columna ilustran la expansión hipotética en la base monetaria M_0 , suponiendo que los gobiernos piden prestado a sus Bancos Centrales, o en la carga tributaria, que ocasionaría el rescate de pagarés de deuda externa del sector público, en el supuesto que los gobiernos no disponen de activos físicos para dar en pago, y que por ende, deben transferir recursos del sector privado. Estas cifras anticipan los problemas de extender la cobertura de los programas de rescate y de conversión de pagarés de deuda externa al sector público en países que ya tienen presiones inflacionarias y/o déficit en sus finanzas públicas.^{26/}

Las últimas dos columnas del cuadro 5 presentan el incremento en el cuasidinero, o alternativamente, la reducción en las colocaciones de crédito, que permitiría a la banca deudora local financiar una reducción del 1% en sus obligaciones con el exterior que indica la primera columna. En la práctica, un crecimiento más lento del crédito y/o una reducción en las inversiones financieras, facilitará a los bancos locales acomodar

^{26/} Véase E. Bacha, "Latin America's Crisis of Debt and Growth", Inter-American Dialogue, Plenary Session, 18-20 octubre 1987, Washington, D.C., mimeo, pp. 6-10.

el aumento de depósitos y captaciones del público que demanda el rescate de sus pagarés de deuda externa.

V. POTENCIAL DE LAS OPERACIONES DE RESCATE Y DE CONVERSION

Restricciones a la demanda de pagarés de deuda externa, y también a su oferta, han limitado hasta ahora el aporte de los programas de conversión y de rescate a la reducción del sobreendeudamiento externo de los países de la región. Los gobiernos de diversos países han puesto en marcha programas que restringen el flujo de operaciones tanto por aprehensiones acerca de los beneficios netos de la conversión en activos como por los efectos macroeconómicos que se derivan de su financiamiento en moneda nacional.^{27/} En algunos países estas aprehensiones han conducido a la suspensión y/o al reestudio de programas de conversión en activos que estaban en marcha.^{28/}

Las provisiones o reservas de cartera que efectuó la banca acreedora internacional en el transcurso de 1987 aumentó sus provisiones a un promedio del orden del 25% de sus créditos a los países en vías de desarrollo. Sin embargo, sólo los bancos regionales americanos y un grupo de bancos continentales europeos cuentan con provisiones para enfrentar las pérdidas que ocasiona la venta de pagarés de deuda externa

^{27/} Para una revisión detallada de los programas de conversión de deuda en los países de la región véase: E. Lahera, "La conversión de la deuda vista desde América Latina", Revista de la CEPAL No. 32, agosto de 1987, pp. 105-125.

^{28/} Tal es el caso de México.

Cuadro 5

VARIACION DE FUENTES ALTERNATIVAS DE FONDOS EN MONEDA NACIONAL PARA
COMPRAR EN CADA CASO UN 1% DE LA DEUDA EXTERNA CON LA BANCA

(Rescate de pagarés por parte de instituciones deudoras
locales al 90% de sus valores nominales o de libro)

País	1% de deuda con la banca internacional a fines de 1985 (US\$ millones)	Recursos en moneda nacional			
		Incremento base monetaria de fines de 1985 en %	Incremento de ingresos públicos de 1985 en %	Incremento cuasi-dinero de fines de 1985 en %	Reducción de créditos del sistema bancario g/ al sector privado de fines de 1985 en %
Argentina	289.4	4.0	1.9	3.9	-2.3
Brasil	768.9	13.9	3.2	2.6	-1.4
Chile	141.8	24.3 b/	2.7	3.6	-1.7 c/
Colombia	64.6	2.1	1.1 d/	2.3	-0.7
Ecuador	51.7	5.4	1.7	7.7 g/	-2.1
México	745.2	4.4	2.2	2.9	-3.7
Perú	56.1	2.3	2.0	3.4	-2.6
Venezuela	258.3	2.9	1.5	2.0	-0.8

Fuente: BIS, "International Banking and Financial Market Developments", abril de 1987, tabla 4a.
FMI, "Estadísticas Financieras Internacionales", abril de 1988, varios cuadros.

a/ Incluye bancos creadores de dinero y otras instituciones bancarias.

b/ Considera base monetaria y tipo de cambio oficial de fines del tercer trimestre de 1985.

c/ Considera créditos y tipo de cambio oficial de fines del segundo trimestre de 1985.

d/ Considera ingresos públicos de 1983 y tipo de cambio oficial promedio de ese año.

e/ Considera cuasidinero y tipo de cambio oficial de fines de 1984.

con los descuentos los que se han transado recientemente en el mercado (y que se presentaron en el cuadro 1).^{29/} La carencia de suficientes provisiones, en relación con estos descuentos, ha desincentivado a los demás bancos acreedores a ofrecer sus pagarés en el mercado. En cambio, los ha estimulado a realizar conversiones directas de deuda en activos de acuerdo a los términos de las fórmulas (13 - 1) y (13 - 2).

El cuadro 6 muestra la situación de los programas de conversión y de rescate, y sus saldos acumulados a mitades de 1987, en diversos países de la región. Chile es el único país con montos rescatados o convertidos a esa fecha que ya significaban un porcentaje apreciable de su deuda externa con la banca internacional.

Los cuadros 7 y 8 presentan antecedentes acerca del potencial de los programas de rescate y de conversión de la deuda externa en América Latina. La columna (d) del cuadro 7 muestra que la proporción de deuda con la banca internacional alcanzó en promedio a 0.62 del total de la deuda externa de la región en la segunda mitad de 1987. La columna (e) señala que la proporción de depósitos de residentes latinoamericanos en la banca internacional se situó en promedio en 0.23 de la deuda externa de la región con dicha banca en ese período. El cuadro 8 coteja las proporciones de estos depósitos en un grupo de países de la región con

^{29/} Los bancos acreedores tenían las siguientes provisiones como proporciones de sus stocks de crédito a fines de 1987: grandes bancos de Estados Unidos, 25%; bancos regionales de Estados Unidos, 40-50%; bancos ingleses, 25%; bancos continentales europeos, 40-60%; bancos japoneses, 5%. Véase M.L. Williamson, "Banking Regulations and Debt: A Policy of Flexible Response", Overseas Development Council, Washington, D.C., 1988.

Cuadro 6

SITUACION Y ALCANCE DE LOS PROGRAMAS DE CONVERSION Y RESCATE
DE DEUDA EXTERNA A MITADES DE 1987

Situación/país	Total de deuda convertida a mitades de 1987 (US\$ millones)	Deuda convertida como % deuda con bancos de fines de 1986
Progreso activo		
Chile	1 890	13.6
México a/	850	1.1
Ecuador	77	1.1
Costa Rica	39	2.8
Anunciado pero no activo		
Argentina b/	500	1.5
Venezuela	-	-
En negociación		
Brasil	2 500	3.2
Bolivia	-	-
Jamaica	-	-

Fuente: "LDC debt realities", World Financial Markets, Morgan Guarantee Trust and Co. N.Y., junio/julio 1987.

a/ Suspendió la conversión en activos.

b/ Puso en marcha un programa de conversión en activos a comienzos de 1988.

las porporciones de sus excesos de deuda externa obtenidas a partir de las deudas externas sostenibles que estimó Massad (véase cuadro 2). La columna (c) del cuadro 8 deja en claro que en varios países altamente endeudados de la región la repatriación de capital podría jugar un importante papel en la compra de sus pagarés en el exterior. En cuanto a la oferta de pagarés para operaciones de conversión en activos por parte de la banca internacional, Spieles estimó que los grandes bancos de Estados Unidos y que los bancos regionales de este país y los bancos europeos estarían dispuestos a desprenderse del orden de un 15% y de un 30% de sus respectivos créditos.^{30/}

Estos antecedentes indican que una ampliación en la escala de los programas de rescate y de conversión podría reducir el sobreendeudamiento externo de los países de América Latina. Sin embargo, la baja probabilidad que puede atribuirse a substanciales repatriaciones de capital por parte de residentes domésticos, las diversas condiciones que requiere la ampliación de estos programas (bien ejemplificados en el caso de Chile),^{31/} y el comportamiento reciente de la deuda externa de los países de la región que figuran en las últimas columnas del cuadro 7,

^{30/} W. Spieles, "Debt-Equity Swaps and the Heavily Indebted Countries", *Intereconomics*, mayo-junio 1987, pp. 120-124.

^{31/} Este país ofrece condiciones particularmente favorables para las operaciones con pagarés de su deuda externa: voluntad política para dar activos en pago incluyendo activos del sector público, mercado paralelo de divisas que ha operado con un moderado diferencial en relación con el tipo de cambio oficial, tipo de cambio preferencial para la conversión en activos, compra de activos de capital existente sin requisitos de inversión adicional, inflación controlada y un mercado de capitales que permite graduar la emisión de dinero que ocasionan las operaciones de rescate del Banco Central.

Cuadro 7

AMERICA LATINA: DEUDA EXTERNA Y DEPOSITOS EN EL EXTERIOR

(Saldos en millones de US\$)

Países	Deuda externa desembolsada Dic. de 1987	Deuda externa con la banca internacional junio de 1987	Depósitos de residentes en bancos extranjeros junio de 1987	Deuda externa con bancos como proporción de la deuda externa	Depósitos de residentes como proporción de la deuda externa con bancos	Crecimiento anual deuda externa en %	
	(a)	(b)	(c)	(d = b/a)	(e = c/b)	1986	1987
América Latina	409 815	252 340 g/	58 139 g/	0.62	0.23	4.3	4.3
Países export. de petróleo	167 150	112 150	31 354	0.67	0.28	2.7	3.7
Bolivia	4 450	614	103	0.14	0.17	12.3	4.3
Ecuador	9 600	5 417	1 588	0.56	0.29	10.8	11.0
México	105 600	75 933	14 906	0.72	0.20	3.8	4.0
Perú	15 300	5 340	1 820	0.35	0.34	5.4	5.8
Venezuela	32 200	24 846	12 937	0.77	0.52	-4.4	-0.1
Países no export. de petróleo	242 665	140 190 g/	26 785 g/	0.58	0.19	5.8	4.7
Argentina	54 500	33 264	6 663	0.61	0.20	6.6	5.8
Brasil	116 900	81 526	10 617	0.70	0.13	5.6	5.3
Colombia	15 700	6 345	2 941	0.40	0.46	8.4	6.4
Costa Rica	3 800	862	180	0.23	0.21	-0.1	1.6
Chile	20 510	13 743	2 355	0.67	0.17	1.3	-0.1
El Salvador	2 250	217	76	0.10	0.35	1.8	2.3
Guatemala	2 720	477	1 291	0.17	2.71	0.6	3.0
Haití	740	27	86	0.04	3.18	16.7	5.7
Honduras	3 145	288	89	0.09	0.31	4.6	7.3
Nicaragua	6 200	568	40	0.09	0.07	17.0	7.4
Panamá	4 900	n.d.	n.d.	--	--	1.0	2.0
Paraguay	2 000	594	211	0.30	0.35	3.8	8.6
Rep. Dominicana	3 700	335	251	0.09	0.75	-1.2	1.5
Uruguay	5 600	1 944	1 985	0.35	1.02	3.8	8.6

Fuente: CEPAL, Estimaciones preliminares sobre la base de fuentes oficiales.

BIS, "International Banking and Market Developments", octubre de 1987, table 4a y 4b.

g/ Excluye Panamá

Cuadro 8

POTENCIAL DE LAS OPERACIONES DE RESCATE DE DEUDA EXTERNA
RECURRIENDO A LA REPATRIACION DE CAPITAL

Países	Depósitos de residentes en bancos extranjeros como proporción de la deuda externa con la banca (a)	Exceso de deuda externa como proporción de la deuda externa con la banca a/ (b)	Depósitos de residentes en bancos extranjeros como proporción de la deuda externa con la banca (c = a/b)
Argentina	0.20	0.39	0.51
Brasil	0.13	0.34	0.38
Chile	0.17	0.58	0.29
México	0.20	0.49	0.41
Perú	0.34	1.32	0.26
Venezuela	0.52	0.43	1.21

Fuentes: Cuadros 2 y 7.

a/ Los porcentajes de excesos de deuda externa se obtuvieron recurriendo a la expresión:

$$\left(1 - \frac{\text{Deuda externa sostenible}}{\text{Deuda externa}}\right) \cdot \left(\frac{\text{Deuda externa}}{\text{Deuda externa con bancos}}\right)$$

abren interrogantes acerca del potencial de estos programas. Tal como lo señaló el banco Morgan, es más realista esperar que las operaciones de rescate y de conversión contengan el aumento o estabilicen los niveles prevaletientes de deuda externa de la mayor parte de los países, salvo el componente de deuda con la banca internacional, el que podría reducirse significativamente.^{32/}

Resumen y conclusiones

1. Los principales propósitos de los programas de rescate y de conversión de la deuda externa, desde el punto de vista de un país deudor, son captar o "nacionalizar" la renta económica que posibilita el descuento en el precio de mercado de sus pagarés y atenuar la restricción de divisas al crecimiento que se deriva de su situación de sobreendeudamiento externo.
2. La conversión de pagarés de deuda externa en bonos de deuda externa por parte de una institución pública del país deudor, o por parte de una agencia internacional encargada de abordar el sobreendeudamiento externo de los países en vías de desarrollo permite reducir la deuda externa y su servicio y no requiere de financiamiento con recursos en moneda nacional. Hasta ahora, sólo México ha efectuado este tipo de conversión y sólo en menor escala a la esperada y con pocas ventajas. Esto, porque los bancos

^{32/} World Financial Markets, Morgan Guaranty Co. of New York, junio-julio 1987, p. 12.

acreedores dudan que el precio de mercado de los pagarés refleje los factores fundamentales de oferta y de demanda que están en juego, y porque un número de estos bancos no cuenta con suficientes provisiones de cartera para enfrentar las pérdidas que involucra la venta de sus pagarés con los descuentos que han prevalecido recientemente en el mercado.

La conversión de pagarés de deuda externa en bonos "especulativos" de deuda externa por parte de instituciones residentes en el extranjero con fines comerciales, no es conveniente para los países deudores ya que el descuento en el precio de sus pagarés sería captado por residentes extranjeros. Por esta razón, no disminuiría el valor contractual de la deuda externa y de su servicio.

3. El rescate de pagarés de deuda externa por parte de residentes domésticos que repatrian capital comprando pagarés con sus tenencias de divisas localizadas fuera del mercado oficial, es potencialmente muy beneficioso para los países deudores. Estos últimos pueden captar íntegramente el descuento con el que la banca acreedora transa sus pagarés, y por ende, reducir su deuda externa y su servicio. Sin embargo, el logro de beneficios netos requiere de programas que eviten "máquinas" para remitir divisas al exterior y "viajes de divisas en redondo", y que controlen el desvío de divisas desde el mercado oficial al mercado paralelo (ante el incentivo que introduce el diferencial cambiario entre ambos

mercados). Los flujos de divisas al exterior pueden prevenirse introduciendo una licitación competitiva de derechos para operar a fin de reducir la expectativa de ganancias netas en divisas de estas operaciones a cero.

4. La conversión de pagarés de deuda externa en títulos de propiedad sobre activos o capital doméstico por parte de inversionistas residentes en el extranjero que compran pagarés a la banca acreedora con sus propias tenencias de divisas, es beneficiosa para el país deudor si se traduce en ampliaciones en su capacidad instalada de producción. El beneficio neto es substancial en países sujetos a una restricción de divisas si las nuevas inversiones se orientan a la producción de bienes exportables o importables. En cambio, si las operaciones de conversión en títulos de propiedad se canalizan sólo hacia la adquisición de activos ya existentes que se encuentran en producción, con toda seguridad, terminarán por agravar los problemas de divisas y por reducir el ingreso nacional del país deudor. Este resultado se origina en remesas de utilidades que exceden el servicio de la deuda que se deja de hacer con un producto (PGB) que no varía.

5. Para financiar la compra de pagarés de deuda externa (provenientes de su rescate o de su conversión en activos) las instituciones deudoras locales pueden aumentar sus pasivos o disminuir sus activos en moneda nacional. Si el país deudor dispone de un mercado de capital relativamente desarrollado, los bancos locales

podrán aumentar sus depósitos del público, y el Banco Central y el gobierno podrán emitir bonos de deuda interna, con el objeto de sostener programas de rescate o de conversión en mayor escala sin afectar mayormente las tasas domésticas de interés. En cambio, si el mercado de capital es poco desarrollado, el Banco Central tendrá que recurrir preferentemente a la emisión de dinero, y el Gobierno a la tributación, a la venta de activos, o a los préstamos del Banco Central. Esta situación anticipa las dificultades de acomodar programas amplios de rescate o de conversión de deuda externa en países que registran déficit públicos y/o presiones inflacionarias.

6. Los precios de mercado de los pagarés de deuda externa pueden subestimar sus precios de equilibrio y apuntan a marcados efectos de sustitución por el lado de la oferta de pagarés. En este contexto, los países deudores pequeños pueden aprovechar el descuento prevaleciente en el precio de mercado de sus pagarés ampliando la escala de sus programas de rescate y de conversión antes que lo hagan los países deudores líderes de la región. En buena medida, la resistencia de los grandes bancos acreedores a transar sus pagarés radica en la actual estrechez de los programas de estos últimos países. Si estos programas se ampliaran, habría un alza en el precio de sus pagarés que se propagaría al resto del mercado.

7. La importancia de las operaciones de rescate y de conversión de la deuda externa radica en la baja probabilidad de condonación de los compromisos de los países más endeudados de la región que registran un mayor desarrollo económico relativo. Sin embargo, no se vislumbra que estas operaciones permitan una solución global al problema del sobreendeudamiento externo. En la mayor parte de los países, los respectivos programas podrían atenuar el crecimiento o estabilizar sus deudas externas aunque, podrían reducir en forma apreciable las deudas con la banca internacional.