

C.E.M.A.

Virrey del Pino 3210
Belgrano R.
1426 Buenos Aires

TE. 552-3291/9313/7771.

NEGOCIACION Y CAPITALIZACION DE LA DEUDA EXTERNA

Roque B. Fernández
Junio 1987

N° 57

NEGOCIACION Y CAPITALIZACION DE LA DEUDA EXTERNA

Roque B. Fernández

(C.E.M.A.)

SINTESIS

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 como así también el régimen de capitalización de deuda recientemente propuesto por el gobierno argentino.

NEGOCIACION Y CAPITALIZACION DE LA DEUDA EXTERNA

1. Introducción.

Si lo que comunmente 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, economistas, 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 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 dió lugar a la situación actual que no se duda en calificar como una aguda crisis de endeudamiento.

Tambièn se argumenta que corresponde a los acreedores asumir la responsabilidad y soportar las consecuencias de un programa de condonaciòn de deudas.

Estas opiniones tan divergentes podrian ser relevantes para comprender como y porquè se generò el "problema de la deuda" - si tal problema en verdad existe -, sin embargo, tales opiniones son irrelevantes para encontrar una soluciòn que permita restaurar un funcionamiento adecuado de los sistemas financieros que permita a los paises en desarrollo un acceso normal al mercado internacional de capitales. Para ilustrar, supòngase que la primera hipòtesis 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 econòmicas a tomar las medidas correctivas necesarias para eliminar el desequilibrio flujo en pagos externos. Esto significa que, en un mundo de funcionario racionales, las "medidas correctivas" se perciben como fuertemente opuesta a la funciòn objetivo que el funcionario maximiza. Sin entrar en mayores detalles, los funcionarios pueden considerar que tales medidas son opuestas a valores superiores de estabilidad democràtica dada la existencia de fuerte sectores corporativos, o tal vez mas simple, los funcionarios perciben que tales medidas pueden afectarlos adversamente en la pròxima contienda electoral. Sin lugar a dudas, las percepciones de los funcionarios pueden ser ocasionalmente correctas o erròneas, sin embargo tal punto es irrelevante. Desde una òptica 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 implicancias 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 capitales 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.

2. 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 allá de simple manifestaciones partidistas u 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 del

orden economico internacional" (sic), y algunas otras propuestas cuyo análisis estan 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 resacate de emergencia que "supere al Plan Marshall de la pos-guerra". 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 un mayor predisposición a perdonar en las negociaciones con los países en desarrollo que

sufren cargas isoportables 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 los países en desarrollo y presenta una gran similitud con 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 quita 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 solo 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 criticado sobre la base de que, llamese 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 serie 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 tomadas durante 1987 por los bancos mas 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 tratativas futuras.

Quienes argumentan en favor de la propuestas de condonación de deudas enfatizan que el procedimiento actual de refinanciación y reestructuración tienen implicancias similares para 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 que cargar por décadas desacelerando el crecimiento de los países en desarrollo e incurriendo 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 deuda", consiste en lo siguiente. Primero, un inversor compra deuda de un país en desarrollo - presumiblemente de un país en mora o, utilizando otros términos, de un país con programa de restructuración 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 deudores, 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 la legislación y lograr mercados de capitales con menos restricciones y mas 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 simple. En la actualidad (1987), el volumen de transacciones no es significativo dado el stock de deuda de los países en desarrollo que excede los trecientos mil millones de dólares. Algunos países - como es el caso de Chile - con reglas claras y pocas trabas burocrática 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 esta 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 amortizando 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 de mercado secundario de la deuda no tiene beneficio directo 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 mas adelante.

3. Mercado Secundario de Deuda.

La compra a descuento de 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 intuiciones de intermediación financiera que participan en algunas de las operaciones que se conocen. La Tabla No 1 muestra los precios de mercado secundario para países de América Latina con algunos comentarios con respecto a la naturaleza de las operaciones que pueden llevarse 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 muy

reciente sin que se conozcan 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 deuda.

TABLE 1
Cotizaciones del Mercado Secundario de Deuda

PAIS	PRECIO DE MERCADO	COMENTARIOS
Argentina	62% - 67%	Transacciones Priv.
Bolivia	10% - 15%	No hay transacciones
Brazil	76% - 78%	Capitalización
Chile	68% - 69%	Capitalización
Colombia	84% - 87%	Sin restructuración
Costa Rica	36% - 40%	Pocas transacciones
Dominican Republica	30% - 35%	Pocas transacciones
Ecuador	64% - 66%	Transacciones Priv.
El Salvador	50% - 55%	Pocas transacciones
Guatemala	50% - 55%	Pocas transacciones
Honduras	n.d	No disponible
Mexico	57% - 58%	Capitalización
Nicaragua	0% - 5%	Sin transacciones
Panama	67% - 70%	Transacciones Priv.
Paraguay	n.d	Sin restructuración
Peru	18% - 25%	Deuda Pública
Uruguay	67% - 70%	Pocas transacciones
Venezuela	73% - 74%	Transacciones Priv.

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

La cifras de la tabla muestran un amplio rango de variación, que a su vez implican que, para aquellos países que tienen una deuda pública substancial, amortización en el mercado secundario puede tener implicancias fiscales de envergadura como se discute a continuación.

4. 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 PBI mas el

siguiente par de supuestos. Primero, se supone que la economía 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 una tasa positiva de inflación. Segundo, en el resto del mundo se supone que no hay inflación y, por lo tanto, la tasa de interés es "real" significando que no hay "amortización implícita" en las tasa 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 de 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 mas arriba, "x" 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:

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

esta ecuación es la misma que la anterior done 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 ratio entre el valor nominal de la deuda y su precio en el mercado secundario, por ejemplo, si un dólar de deuda extranjera se transa 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,

$$D_b = (1 - x).b.r - z.a \quad (2)$$

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

Considèrese la restricciòn flujo del Banco Central:

$$d + DF = m.\pi \quad (3)$$

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 inflaciòn. 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 inflaciòn. Una interpretaciòn directa de (3) es que el "impuesto inflacionario" ($m.\pi$) se utiliza para financiar el dèficit 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:

$$DF = ne - x.b.r - a$$

(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 ($ne \equiv \text{exportaciones} - \text{importaciones}$) 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 PBI significa que se supone que la deuda real crece al mismo ritmo que el PBI real. En términos de la relación (2) esto significa que se supone $Db = 0$.

Ahora, $Db = 0$ 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.

4.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, dado que $Db = 0$ y $x = 1$; y suponiendo que $DF = 0$ (es decir el gobierno no acumula ni pierde reservas), las relaciones (1), (2), y (3) pueden usarse para escribir la restricción presupuestaria del gobierno como sigue:

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

Ademas, $DF = 0$ conjuntamente con la relación (4) implican $ne = b.r$, lo cual significa que el superavit 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 utiliza para financiar el déficit del gobierno y para comprar moneda extranjera para el pago de intereses.

4.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 con 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 superavit fiscal requerido con amortización en el mercado secundario es menor. Para un análisis de sensibilidad utilizando estas relaciones vease 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 superavit 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 número 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 éstas son el único elemento con el cual se puede amortizar la deuda; supuesto que modificaremos mas adelante - se determinan exógenamente, y los inversores internacionales tienen un perfecto conocimiento de tal situación.

Considèrese ahora la implicancias 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 rescribimos (9) ligeramente diferente, o sea,

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

podemos lograr una mejor interpretación. En (10) observamos que la condición anterior 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 que tiene un país de cumplir con sus compromisos externos.

5. 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 inversores extranjeros. Por ejemplo, imagínese al Banco Central comprando dólares provenientes tanto de bienes y servicios como de acciones que se "exportan". Esto permitiría rescribir la ecuación (4) como

$$DF = e - x.b.r - a$$

(11)

Observese 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, y (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 gradualmente porque hay costos de ajuste en hacerlo abruptamente; por ejemplo, vendiendo todas las deudas de países con problema puede significar para muchos acreedores la violación de ratios de capital neto a depósitos, si no se cuenta con una suficiente previsión por quebrantos de deudores. Entonces, $Dc = -Db$ 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.

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.

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

Para comprender mejor las implicancias prácticas de este caso conviene imaginarse una situación donde algunos bancos venden sus títulos de deuda con descuento 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, lo

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 " 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 porqué 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 de efecto "reputación" dentro de un marco de equilibrio secuencial. Kreps y Wilson (1982a, 1982b) han analizado teóricamente este problema que ha sido aplicado por Backus y Driffill (1985) y Barro (1986) en el campo de 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, juntamente con el compromiso mutuo de descartar acciones unilaterales despues de logrado un acuerdo, indica que los acreedores mejoran su posición con $[a = e ; x = 0]$ 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 aqui que $w > e/b.r$ se requiere para asegurar que el deudor no mejora su posición con $[a = 0 ; x = w]$. Adviértase también que si $w = e/b.r$ 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 de mercado secundario de la deuda porque $w = e/br$ implica que $w = 1/z$ si la ecuación (10) se mantiene despues de adicionar a las exportaciones netas la venta de acciones.

6. 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 ya 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 capitalize. 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 inversor tiene que vender un dolar adicional por cada dolar 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 E_0 el número de australes por dólar en mercado oficial de cambios, con D el precio de mercado secundario de la deuda, y con D_0 el valor nominal de la deuda. Entonces,

$$e \equiv E/E_0 \quad (13)$$

$$d \equiv D/D_0 \quad (14)$$

donde "e" es el ratio de 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,

$$S = 2.E_0 - (d.E + E) \quad (15)$$

donde "2.E₀" es lo que el inversor recibe del Banco Central cuando entrega un dólar de deuda mas 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 inversor 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,

$$s = 2/[e.(1+d)] - 1 \quad (16)$$

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

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 que lo que el Banco Central entrega al inversor es exactamente igual a lo que el inversor paga para obtener el título de deuda mas el dólar adicional. Para ubicar la situación argentina a mediados de 1987 cuando surge esta propuesta obsérvese el punto B 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 Bonods y 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 (U\$S 300 millones en el primer año y U\$S 400 millones en años subsiguientes). En el caso de que se ofrezcan mas fondos se piensa seguir un procedimiento de licitación donde se dará prioridad a aquellos inversores que exedan la cláusula 1x1, es decir a aquellos inversores que mas 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 inversores a un precio algo menor que lo que cuestan en el mercado paralelo. Esto se puede hacer bajando la paridad BONEX específicamente para los proyectos de capitalización.

Al observar detenidamente como funciona el mecanismo de capitalización resulta evidente que el objetivo del gobierno es subsidiar la inversión mas que tratar de tomar ventaja del mercado secundario de deuda. Pero de ser este el caso surgen varios interrogantes. Primero, porque hace falta subsidiar la inversión en argentina?. Segundo, si el problema es que existe falta de credibilidad e inseguridad jurídica porque 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 mas simples para subsidiar la inversión como por ejemplo un crédito fiscal?.

7. Discusión

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 con 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 que las transacciones en mercados secundarios ponen en peligro instituciones financieras que no han realizado los ajustes económicos-contables oportunos y aun mantienen obligaciones valuadas muy por encima de los valores de mercado. Principalmente por estas razones es que existen numerosas propuestas de restructuración 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 deben registrarse como una "transacción" y, por lo tanto, si lo percibido por la transacción es menor que el valor de 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 aun 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 de 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 de que los mercados son la fuente de valuación activos mas 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 las significativa provision 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 deuda - que, como la variante analizada en este trabajo significa mantener la deuda real constante - inducirá una presión al alza en el valor de mercado de la deuda; y por supuesto que el "problema de la deuda" desaparece cuando el valor de 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.
- Kreps, D. and R. Wilson, "Reputation and Imperfect Information", **Journal of Economic Theory**, 27, 1982b, 253-279.

Ollard, Williams, "The Debt Swappers", **Euromoney**, August 1986.

Rodriguez, Carlos, "La Deuda Externa Argentina". Documentos de Trabajo CEMA, No 52, Diciembre 1986.

Whitelaw, John, "There is a Catch in this Capitalization Scheme", **Euromoney**, September 1986.