

308911

5  
2eje.



**UNIVERSIDAD PANAMERICANA**

**ESCUELA DE ECONOMIA**

**CON ESTUDIOS INCORPORADOS A LA  
UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA DE MEXICO**

**IMPLICACIONES ECONOMICAS DE LAS  
OPERACIONES DE CANJE DE DEUDA:  
DEBT EQUITY/SWAPS**

**T E S I S**

**QUE PARA OBTENER EL TITULO DE**

**LICENCIADO EN ECONOMIA**

**P R E S E N T A :**

**LUIS MIJARES MUÑOZ**

Director: Lic. Aurelio Montemayor Martínez

México, D. F.

1994

**TESIS CON  
FALLA DE ORIGEN**



Universidad Nacional  
Autónoma de México



## **UNAM – Dirección General de Bibliotecas Tesis Digitales Restricciones de uso**

### **DERECHOS RESERVADOS © PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL**

Todo el material contenido en esta tesis está protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

# INDICE

## IMPLICACIONES ECONOMICAS DE LAS OPERACIONES DE CANJE DE DEUDA DEBT/EQUITY SWAPS

	<i>Página</i>
<b>I. EL MECANISMO DE CANJE DE DEUDA</b>	
I.1.1. INTRODUCCION .....	1
I.1.1. DEFINICION .....	3
I.1.2. SURGIMIENTO .....	4
<b>I.2 LAS OPERACIONES DE CANJE DE DEUDA DEBT/EQUITY SWAPS</b>	
I.2.1. LOS DIFERENTES TIPO DE SWAPS .....	23
I.2.2. EL MERCADO SECUNDARIO DE LA DEUDA .....	26
I.2.3. ESQUEMAS DE OPERACION .....	33
<b>I.3. EXPERIENCIA EN OTROS PAISES Y EL CASO MEXICANO</b>	
I.3.1. EL CASO CHILENO; EL CASO BRASILEÑO Y EL CASO ARGENTINO .....	56
I.3.2. EL CASO MEXICANO .....	67
<b>II. IMPLICACIONES ECONOMICAS DE LOS SWAPS</b>	
II.1. IMPACTO MONETARIO .....	83
II.2. OTRAS IMPLICACIONES .....	101
II.3. CONCLUSIONES .....	103

# **I. EL MECANISMO DE CANJE DE DEUDA**

## **I.1 INTRODUCCION**

El 29 de diciembre de 1967, en la reunión anual de la American Economic Association, en Washington, D.C. asociación editora de The American Economic Review, Milton Friedman pronunció un discurso en donde describió la función de la política monetaria, iniciando su ponencia con las siguientes palabras:

"Existe un amplio acuerdo acerca de las tres principales metas de la economía política: pleno empleo, estabilidad de precios y rápido crecimiento. Menor es el consenso en cuanto que estos objetivos sean mutuamente compatibles o, entre quienes los consideran incompatibles, respecto a las condiciones en que pueden ser sustituidos entre sí. La coincidencia es mínima en lo que toca al papel que los diversos instrumentos de política pueden y deben desempeñar para el logro de cada uno de los objetivos".

Las operaciones de canje de deuda por inversión, no han sido ni son la excepción de la falta de consenso entre los economistas en cuanto a los beneficios y costos que implica su instrumentación.

Al surgimiento de los debt/equity swaps, se pensó que los swaps eran un mecanismo que podría aportar una solución adicional al problema de la deuda externa, con la bondad adicional que era un instrumento generador

de inversión extranjera para los países en desarrollo, sin embargo la experiencia empezó a mostrar los efectos secundarios negativos que podría causar la instrumentación de un programa de canje de pasivos.

Actualmente, los swaps han generado una gran discusión en los principales círculos académicos, de investigación y gubernamentales en cuanto al efecto neto que las operaciones generan sobre las economías en desarrollo.

Tal controversia fue la motivación de realizar el presente trabajo que tiene por objetivo el analizar las implicaciones económicas de las operaciones de conversión de deuda.

La estructura del trabajo es la siguiente: En la primera parte se analizan los antecedentes y el surgimiento de los swaps a fin de entender en que contexto se desarrollan y se realizan las primeras operaciones de canje.

Posteriormente, se describen los diferentes tipos de swaps, así como las experiencias de diferentes países, incluyendo México, para conocer la mecánica operativa y los agentes que tienen intervención en la operación para facilitar el análisis de sus efectos económicos.

Finalmente, se procede a realizar el análisis del impacto que tienen las operaciones de canje de deuda sobre distintas variables de la economía, específicamente sobre la política monetaria, la política fiscal, la inversión

extranjera y el tipo de cambio, obteniendo así las conclusiones del presente trabajo.

El análisis empírico, o cuantificación del modelo, no se realiza debido a que no fue posible conformar una base de datos suficiente y confiable que sirviera como base del trabajo econométrico, debido a que:

- Existe incongruencia de datos en cuanto a los montos operados registrados dependiendo de la fuente consultada.
- Aun cuando se eligiera tomar una sola fuente, no existe un número de observaciones suficiente como para que las regresiones arrojaran resultados confiables.
- No existe continuidad en la presentación de los datos, se encuentran con distintas periodicidades.

### **1.1.2. DEFINICION**

En el contexto de las finanzas internacionales, se entiende como "swaps" (\*) aquella operación en donde: "un inversionista extranjero o un residente de un país deudor compra a la banca comercial títulos de deuda externa de países en desarrollo a una tasa de descuento en el mercado secundario y

---

(\*) Aun cuando en la parte 1.2.1 del presente trabajo se describen los distintos tipos de swaps, desde este momento se denominan indistintamente como debt/equity swaps o simplemente como swaps los debt/debt swaps, debt/bond swaps y los debt/equity swaps.

los redime en moneda local del país deudor a una tasa de descuento menor a la primera". (1)

"Las conversiones de pasivos debt-equity swaps son operaciones financieras, que consisten en sustituir, convertir y capitalizar pasivos externos por obligaciones internas, activos financieros y o activos fijos de las empresas públicas o privadas endeudadas con el exterior". (2)

### **I.1.3. SURGIMIENTO**

Las operaciones de canje de deuda por inversión (debt-equity swaps) surgen formalmente con la llamada crisis de la deuda en 1982, año a partir del cual dichas operaciones han adquirido una considerable importancia.

### **LA CRISIS DEL 82**

Desde la década de los ochentas los países latinoamericanos se han desempeñado bajo la carga de una inmensa deuda externa. Los indicadores de volumen de endeudamiento y de las cargas por servicio confirman la magnitud y la gravedad del problema. (véase cuadros 1 a 3)

A fines de 1982 y durante los primeros meses de 1983 cuando ya era claro que México no era el único país que afrontaba problemas de deuda externa y que el fenómeno se había generalizado afectando a la mayor parte de Latinoamérica y también a algunos países de Asia y Africa, un sentimiento de confusión y pesimismo se apoderó de la comunidad financiera

internacional. Se percibía que la situación había llegado demasiado lejos y que la enorme acumulación de deuda empezaba a resultar difícil de manejar. Los bancos acreedores parecían destinados a incurrir en pérdidas considerables.

El monto total de la deuda externa para finales de 1982, llegó a alrededor de 302 mil millones de dólares en el conjunto de América Latina. Los países más endeudados eran Brasil, México y Argentina con 91.3, 87.5 y 43.6 mil millones de dólares <sup>(1)</sup> respectivamente.

En cuanto a la carga que representó el servicio de la deuda, es decir, intereses más amortizaciones al principal, medida como proporción de los ingresos por exportaciones para 1982 resultó: en Brasil el 57%, en Argentina el 53% y en México el 47%. (véase cuadro 3)

A partir de 1981, la transferencia financiera neta de América Latina al resto del mundo, empezó a representar montos considerables, llegando a 31,000 millones de dólares en 1983.(3)

Algunos autores coinciden en que los orígenes de la crisis radican en la conjunción de factores internos y externos que se reforzaron entre sí. Entre estos factores están los incrementos de los precios del petróleo, el otorgamiento de créditos sin bases sólidas y las elevadas tasas de interés

---

(1). "dólares" se refiere a dólares americanos (US dólar), siempre que se utilice en el trabajo, excepto si se hace referencia contraria.



nominales y reales. También fueron factores importantes la apreciación del dólar y la recesión mundial de 1981 a 1983.

En cuanto a la recesión global de 1981 a 1983 los autores revisados indican que fue provocada en buena medida por los efectos secundarios de las políticas deflacionarias concertadas por los países industrializados aplicadas desde fines de los años setentas con el propósito de atenuar las expectativas inflacionarias y reducir las tasas de interés.

El estancamiento de la producción y el comercio mundial inducido por la recesión obstaculizó seriamente los esfuerzos del ajuste económico. La contracción de la demanda de productos básicos provocó la caída de los precios relativos a niveles tales como los registrados en los años 30 durante la llamada Gran Depresión.

De 1980 a 1983 el valor de las exportaciones disminuyó más del 16%, lo que contribuyó a una baja del 21.8% en los términos de intercambio de la región latinoamericana en su conjunto durante el mismo período.(3)

Adicionalmente, el endurecimiento de una política monetaria restrictiva que se aplicó en la mayoría de los países desarrollados, combinado con la necesidad de financiar el abultado déficit de los Estados Unidos -lo cual implicó una mayor demanda de recursos y menor liquidez en el sistema financiero internacional-, impulsó las tasas nominales y reales de interés a niveles extraordinariamente altos.

Las tasas reales de interés en los mercados monetarios internacionales habían sido en promedio de -0.8% durante los setentas, en 1981 se dispararon a 7.5 y hasta 10.9% en 1982(4) y considerando que aproximadamente dos terceras partes de la deuda de los países en desarrollo se encontraba contratada con tasas de interés flotantes, tal aumento en las tasas de interés resultó en una excesiva carga sobre las economías deudoras.

Otro factor externo que contribuyó significativamente a la crisis fue la revaluación del dólar en relación a las monedas latinoamericanas. Desde el tercer trimestre de 1980 hasta junio de 1984, el tipo de cambio efectivo nominal del dólar se incrementó en un 48%, en tanto que el tipo de cambio efectivo real (ajustado conforme a las tasas relativas de inflación de Estados Unidos u otros países) se revaluó un 28%.(3)

Dado que la mayor parte de la deuda latinoamericana está denominada en dólares, esta apreciación del dólar provocó un aumento en el valor de la deuda medido en moneda local. Es decir, aunque el valor nominal de la deuda no aumentara en términos de dólares, en términos de moneda local sí sufrió incrementos. Esto resulta significativo para empresas que tienen deudas contratadas en dólares y que no son generadoras de divisas.

El aumento de los precios del petróleo durante los choques de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) en 1973 y de

1979-80 tuvo, entre otros, dos efectos importantes sobre los países latinoamericanos.

Primero, los países importadores de petróleo vieron impactadas negativamente sus balanzas de pagos debido a los mayores costos de importación.

Por otra parte, los excedentes financieros de la OPEP generados por los altos precios del petróleo básicamente fueron depositados en bancos comerciales occidentales y a su vez eran prestados a países considerados como sujetos de crédito. Un importante monto de esta derrama de créditos se canalizó a países latinoamericanos de ingresos medios.

México y Venezuela recibieron créditos cuantiosos debido a las expectativas existentes en cuanto al volumen y precio de sus exportaciones petroleras. De 1977 a 1979, México fue el mayor prestatario de los bancos comerciales europeos.

Bancos estadounidenses y europeos de menor tamaño se unieron a la "fiebre de préstamos" a pesar de su falta de experiencia internacional y su poca capacidad para evaluar el riesgo-país. A su vez muchos países latinoamericanos en virtud de la apertura de crédito que mostraba la mayoría de los bancos privados, prefirieron recurrir a éstos en lugar de acudir al Fondo Monetario Internacional (FMI) con sus imposiciones en materia de política monetaria, fiscal y de tipo de cambio.

Dentro de los factores internos que contribuyeron a la crisis del 82, se encuentra que las políticas macroeconómicas de los países deudores tuvieron un papel de influencia: tipos de cambio sobrevaluados, bajas tasas reales de interés y abultados déficit fiscales.

En algunos países la combinación de los tipos de cambio sobrevaluados y las bajas tasas reales de interés sumados a la incertidumbre política promovió una considerable fuga de capitales privados. De 1970 a 1982, las fugas de capital como proporción de las entradas brutas de capital fueron de 48% en México, de 65% en Argentina, de 37% en Venezuela, de 27% en Uruguay y de 8% en Brasil.(3)

En cuanto al déficit fiscal, en algunos países creció en forma importante. Los crecientes déficit fueron financiados en gran medida con expansión monetaria y crediticia, mismos que contribuyeron a registrar altos niveles de inflación y endeudamiento creciente, tanto interno como externo.

Básicamente los factores coincidentes que intervinieron en el crecimiento de los déficit públicos fueron: presiones políticas para mantener inversiones públicas en ambiciosos programas de desarrollo; diversos subsidios al consumidor y a las empresas; y mayor intervención del estado en la actividad productiva a través de empresas públicas, generalmente con pérdidas en su operación.

En suma, la conjunción e interacción de estos factores internos y externos convirtieron esta situación en crítica, cuando en agosto de 1982, el Gobierno Mexicano declaró una moratoria de 90 días en el servicio de su deuda externa. A partir de entonces el flujo de capital privado hacia las economías latinoamericanas se revirtió importantemente y se hizo oficial el inicio de la llamada "crisis del 82".

### **CONSECUENCIAS DE LA CRISIS**

El costo de la crisis fue alto tanto para deudores como para acreedores, en particular el costo en términos de crecimiento y desarrollo en las economías latinoamericanas. (véase cuadro 2)

Tras treinta años de crecimiento continuo del PIB de la región latinoamericana, durante 1982 y 1983 se registraron tasas negativas de crecimiento y apenas en 1984 se dio una pequeña recuperación. El PIB latinoamericano cayó 9% de 1981 a 1983 aunque la experiencia particular de los distintos países varía considerablemente. En 1984 el ingreso por habitante de la región en su conjunto había descendido a un nivel igual al registrado en 1977.(5)

El crecimiento real acumulado para América Latina, excluyendo a Brasil y Cuba, de 1980 a 1985 fue sólo del 2.3% implicando un crecimiento negativo per-capita de casi 9%.(5)

De 1983 a 1985, la región transfirió al exterior más de 105 mil millones de dólares a través del pago de intereses y remisión de utilidades, y solamente obtuvo 18 mil millones de dólares en préstamos y nuevas inversiones ocasionando una transferencia neta negativa de recursos por 87 mil millones de dólares. (5)

El flujo de créditos de la banca comercial hacia los países latinoamericanos se revirtió considerablemente; entre 1978 y 1982 la tasa anual de crecimiento de la deuda fue de 20% aproximadamente, en 1983 y 1984 creció únicamente en 8% y 4.5%, respectivamente.(6)

La inflación incrementó su tasa de crecimiento en la región de 57% en 1980 y 81% en 1982 a 144% en 1985.(5)

Adicionalmente la caída del crecimiento latinoamericano tuvo efectos sobre la economía internacional, empeorando la recesión existente y frenando la recuperación económica. Con la caída del ingreso se dio una contracción de la demanda que ocasionó una baja en las importaciones afectando la producción y el empleo de los países que exportan a la región latinoamericana. Se estima, por ejemplo, que la declinación de las exportaciones estadounidense hacia América Latina ha provocado la pérdida de 440 mil empleos en los Estado Unidos (7), lo que explica su interés por ayudar a resolver el problema de la crisis.

Asimismo, el deterioro de los indicadores de bienestar, los cada vez menores ingresos por habitante, el creciente desempleo y la inflación galopante, registrados en los países latinoamericanos con problemas de endeudamiento externo a raíz de la crisis del 82, se han traducido en problemas de inconformidad social y en más de un caso en una amenaza para la estabilidad de los regímenes políticos.

## **PLANTEAMIENTOS PARA RESOLVER LA CRISIS**

La precipitación de la crisis en 1982, originó un cambio de actitud hacia el problema de la deuda por parte de los agentes involucrados, iniciándose una revisión reflexiva del fenómeno en donde la comunidad financiera como los círculos académicos y de investigación concluyeron que la crisis había dejado de ser un asunto meramente financiero cuyos efectos no irían más allá del registro de pérdidas por parte de los bancos o de una marcada falta de liquidez en los mercados por la falta de recuperación de las carteras, sino que era un problema con importantes implicaciones económicas, sociales y políticas, en donde el crecimiento y el bienestar pagaban un precio muy alto y donde la amenaza de una desestabilidad social y política era permanente.

Ante esto, tanto países deudores como países, bancos e instituciones acreedoras se avocaron a buscar posibles soluciones al problema.

Las soluciones que se encontraron para lidiar con el problema fueron más bien de naturaleza ortodoxa y tradicional, aunque efectivas para aminorar las amenazas a la estabilidad del sistema financiero.

Inicialmente se instrumentaron reestructuraciones multianuales de la deuda, que consistieron básicamente en:

- a) Reprogramación de los plazos para el vencimiento del principal
- b) Convenios con el FMI, ya fueran de "EFF" (\*) o acuerdos "stand-by" (\*\*) diseñados para estabilizar la economía mediante un severo ajuste de los sectores interno y externo.

Los resultados de estas medidas fueron únicamente paliativos de corto plazo. En el caso de la reprogramación de los vencimientos del principal, únicamente posponía y acumulaba los vencimientos, es decir, no había una solución real de desendeudamiento, sino únicamente de ampliación de plazos.

Adicionalmente hay que considerar el cobro de las comisiones por renovación y el hecho de que en algunos países, como México, los procesos de renegociación han requerido de atención permanente de personal financiero caro y especializado cuyo talento y sueldo se podrían asignar a fines alternativos.

En el caso de los convenios con el FMI, debido a su naturaleza recesiva, especialmente por las restricciones recomendadas al gasto público,

---

(\*) "EFF": Extended Fund Facility (convenios de facilidad ampliada).

(\*\*) "stand by": Acuerdo puente.



ocasionaron que las naciones deudoras vieran afectadas negativamente sus tasas de crecimiento por lo que resultó difícil cumplir con las cartas de intención acordadas dentro de los convenios.

Estos resultados dejaron ver la necesidad de un tratamiento diferente al problema de la deuda, enfocándose básicamente al principal, iniciándose negociaciones a plazos mayores a un año, con nuevos instrumentos y cláusulas dentro de los menús que buscaban complementar las negociaciones tradicionales a fin de aligerar el problema.

Entre los puntos incluidos en los nuevos convenios destacan:

- Renegociación de tasas de interés. Se buscó separar la llamada "deuda vieja" de la llamada "deuda nueva" para diferenciar las tasas aplicadas sobre cada una de ellas. Es decir, se pretendía que la "deuda vieja" contratada a tasa flotante, se reestructurara con tasa fija a niveles históricos del 4% al 4.5%.
- Establecer límites precisos de las transferencias de recursos por concepto del servicio de la deuda externa, con el fin de permitir el crecimiento de los países deudores. Por ejemplo Perú, fijó unilateralmente un límite del 10% de sus ingresos por exportaciones para el pago de su deuda externa.
- Entre las múltiples respuestas surgidas para solucionar la crisis de la deuda externa, ante la necesidad fundamental de cancelar pasivos y no

únicamente reprogramarlos, surgen las operaciones de canje de deuda por inversión debt/equity swaps, los debt/debt swaps sustituyendo pasivos externos por pasivos internos, y los debt/bond swaps que intercambian deuda por emisiones específicas de bonos.

Este mecanismo permite cancelar el valor nominal de la deuda de cada país con las instituciones financieras privadas del exterior, aun cuando hayan sido adquiridos con un descuento en el mercado secundario. Asimismo, el adquirente solicita al deudor, ya sea público o privado, la conversión o compra de estos pasivos con un descuento menor al obtenido en el mercado secundario pero inferior al valor nominal de los títulos.

Probablemente los swaps vieron su punto más alto de popularidad el 10 de marzo de 1989, cuando Nicholas Brady, secretario del Tesoro de los Estados Unidos, postula los principios de lo que sería conocido como el Plan Brady. (8)

En donde Brady, entre otras cosas, solicita por parte de la banca comercial una renuncia voluntaria temporal a ciertas cláusulas de compromiso en los préstamos otorgados a países en desarrollo a fin de permitir la reducción de la deuda y su servicio, estableciendo:

"Esperaríamos que los países deudores también mantuvieran programas de debt/equity swaps viables durante el transcurso de este esfuerzo (tres años), y los estimularíamos a permitir el acceso de nacionales en esas clases de

transacciones". (9) Aunque en el discurso no define lo que se entiende por debt/equity swaps viables.

Posteriormente David Mulford, subsecretario del Tesoro estadounidense, (uno de los principales artífices del Plan Brady) menciona en forma reiterada el intercambio de deuda por inversión como uno de los puntos de apoyo más importantes para la estrategia del gobierno estadounidense.

Precisamente en una comparecencia que tenía como objetivo explicar los postulados del Plan Brady (9), Mulford dice:

"Para asegurar un desarrollo sostenido de las naciones altamente endeudadas, además de nuevos préstamos, pueden proporcionar importante apoyo financiero externo reducciones negociadas a las cargas de la deuda y su servicio...

Otros métodos que no endeudan más al país, que seguimos recomendando con energía, son la inversión directa, los debt/equity swaps y, muy importante el retorno de capitales fugados...

Además, una parte integral del enfoque (del Plan Brady) debería ser que naciones endeudadas con programas de reducción de deuda mantengan programas viables de debt/equity swaps, que han ayudado a reducir sustancialmente el acervo de deuda de varias naciones..."(9)

Paralelamente los bancos comerciales crearon y han desarrollado un mercado secundario de títulos de deuda, en donde los pasivos de los países endeudados se cotizan por debajo de su valor nominal. El descuento que se hace a los títulos de deuda es aplicado en proporción a la percepción de riesgo-país que se percibe en cada caso.

Es de esta forma como surgen formalmente las operaciones de conversión de pasivos por inversión debt-equity swaps, que aparentemente nacieron como un instrumento ideal para cancelar deuda externa pagándola a descuento y en moneda local, que generaba inversión extranjera y que permitía a la banca comercial deshacerse de cartera indeseable.

Sin embargo, la experiencia empezó a mostrar inconvenientes en el uso de este instrumento. Los swaps han generado polémica en cuanto a sus efectos económicos colaterales, como el subsidio que recibe la inversión extranjera, que al contrario de incentivarla podría retardarla, la posible aparición del llamado "efecto bicicleta" sobre el mercado cambiario y principalmente sobre el impacto que tiene sobre la política monetaria. (1)

---

(1) El tema de las implicaciones económicas de la aplicación de swaps es tratado en la parte II de este trabajo.

**CUADRO 1****DEUDA EXTERNA TOTAL DESEMBOLSADA**

(Saldo a fines de año en miles de millones de dólares)

PAIS/ANO	1978	1980	1982	1984	1986
ARGENTINA	12.5	27.2	43.6	47.1	50.3
BOLIVIA	1.8	2.3	2.9	3.3	3.7
BRASIL	52.3	70.1	91.3	102.1	110.1
COLOMBIA	4.2	6.3	9.5	11.8	14.7
CHILE	6.7	11.2	17.1	19.8	20.6
MEXICO	33.9	50.7	67.6	96.7	100.1
PERU	9.3	9.8	11.3	13.3	14.4
URUGUAY	1.2	2.1	4.2	4.6	5.1
VENEZUELA	16.4	29.6	35.1	34.7	32.3
TOTAL	138.3	209.1	302.6	333	351.3

FUENTE: WORLD DEBT TABLES  
EXTERNAL DEBT OF DEVELOPING COUNTRIES  
VOL. 1 ANALYSIS AND SUMMARY TABLES  
THE WORLD BANK, WASHINGTON, D.C. 1990

**CUADRO 2**  
**CRECIMIENTO DEL P .I.B. POR HABITANTES**  
**(TASAS ANUALES MEDIAS)**

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
<b>ARGENTINA</b>	0.5	-8.5	-6.7	0.9	0.9	-5.9	4.6
<b>BOLIVIA</b>	-1.9	-2.3	-5.4	-9	-3.5	-4.4	-5.5
<b>BRASIL</b>	6.7	-5.6	-1.4	-4.5	3.4	5.9	5.9
<b>COLOMBIA</b>	2.1	0.1	-1.1	-0.3	1.6	1.6	3.7
<b>CHILE</b>	5.7	3.5	-14.5	-2.2	4.3	0.7	3.7
<b>MEXICO</b>	5.6	6.1	-3	-8.5	1.2	0.2	-6.1
<b>PARAGUAY</b>	7.8	5.3	-4	-6		0.9	-3.3
<b>PERU</b>	1.7	1.6	-2.3	-14.1	2.1	-0.1	5.3
<b>URUGUAY</b>	5.2	0.8	-10.7	-6.7	-1.9	-0.9	5.9
<b>VENEZUELA</b>	-6.8	-4	-4	-8.1	-4.2	-3.4	2.6
<b>TOTAL</b>	3.7	-1.6	-3.4	-4.7	1.5	1.3	1.5

FUENTE: WORLD DEBT TABLES  
 EXTERNAL DEBT OF DEVELOPING COUNTRIES  
 VOL.II, ECONOMIC GROWTH  
 THE WORLD BANK, WASHINGTON, D.C.1990

**CUADRO 3**  
**PRINCIPALES INDICADORES DE LA CARGA DE LA DEUDA**  
 (porcentajes)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988(p)
<b>RAZÓN DE DEUDA</b>									
<b>EXTERNA AL PIB</b>									
<b>15 PAISES MÁS ENDEUDADOS</b>	32.8	38	41.9	46.6	47.3	46.2	46.7	46	44.8
<b>PAISES EN DESARROLLO</b>	24.3	27.7	31.1	33.1	34	36.6	38.2	39.1	36.6
<b>RAZÓN DE DEUDA</b>									
<b>EXTERNA A EXPORTACIONES</b>									
<b>DE BIENES Y SERVICIOS</b>									
<b>15 PAISES MÁS ENDEUDADOS</b>	168	203.3	288.4	292.3	271.7	288.5	348.8	338.2	299.6
<b>PAISES EN DESARROLLO</b>	81.8	95.8	120	134.8	134.4	150.8	170.8	158.6	142.1
<b>RAZÓN DEL SERVICIO DE</b>									
<b>DEUDA A EXPORTACIONES</b>									
<b>DE BIENES Y SERVICIOS</b>									
<b>15 PAISES MÁS ENDEUDADOS</b>	29.4	40.9	52.1	41.9	41.9	40.5	45.2	35.5	39.8
<b>PAISES EN DESARROLLO</b>	13.2	16.2	19.2	18.7	20	21.3	23	20.3	19.7

(p) Cifras preliminares

FUENTE: FMI, World Economic Outlook

DE: INFORME ANUAL BANCO DE MEXICO 1988 p. 82, MEXICO.

## REFERENCIAS PARTE I.1.

- 1) Maldonado, Javier, Programas de canje de deuda por acciones: las experiencias chilena y mexicana, Banco de México, Dirección de Organismos y Acuerdos Internacionales, Docto. No. 23, México, enero de 1988.
- 2) S.H.C.P. Programas de Capitalización en América Latina México, junio de 1987.
- 3) Ritter, A. R. y Pollock, D. H. La crisis de la deuda latinoamericana: causas, efectos y perspectivas, en Comercio Exterior, Banco de Comercio Exterior, vol. 37, núm.1, México, enero de 1987, p.p. 18-26
- 4) Cline, William, R. Debt and stability of the world economy, Washington, D. C. Institute for International Economics, 1983, p.22.
- 5) Silva Herzog, Jesús, La Crisis de la Deuda ¿Ajustándose al pasado o planeando el futuro?, en El Mercado de Valores, Nacional Financiera, año XLVI, núm.15, México, abril 15 de 1986, p.p. 349-352.
- 6) Silva Herzog, Jesús, Evolución y perspectivas de la deuda latinoamericana, en El Mercado de Valores, Nacional Financiera, año XLVI, Núm. 5, México, febrero de de 1986, p.p. 111-115
- 7) Overseas Development Council, "U.S. Costs of third world recession: They lose, we lose" en Policy Focus, num. 2, julio de 1984.



- 8) **Discurso de Nicholas Brady en la Conferencia sobre deuda del tercer mundo organizada por la Brookings Institution y el Comité Bretton Woods, el 10 de marzo de 1989.**
  
- 9) **Comparecencia de David C. Mulford, ante el Subcomité de Desarrollo Internacional, Finanzas, Comercio y Política Monetaria de la Cámara de Representantes de los Estados Unidos, marzo de 1989.**

## **I.2 LAS OPERACIONES DE CANJE DE DEUDA DEBT/EQUITY SWAPS**

Antes de iniciar el análisis descriptivo de la operación de canje de deuda por inversión swaps es importante señalar que en cada país, las características de la operación son diferentes y éstas se han determinado básicamente por:

- Las condiciones establecidas en los acuerdos de reestructuración de la deuda externa.
- El marco institucional.
- El marco jurídico y
- El objetivo que persiga cada país en sus programas de canje.

Por lo anterior el análisis se hará tomando como base las formas más comunes y generales de la operación y posteriormente se analizarán algunos modelos particulares, específicamente los utilizados en el caso Mexicano.

### **I.2.1. DIFERENTES TIPOS DE SWAPS**

A fin de definir nuestro campo de estudio, se describen los diferentes tipos de swaps.

**1.- "Loan swaps":** Canje de deuda por deuda.

Esta modalidad de swaps consiste en un intercambio de papel de deuda entre bancos. La operación se realiza básicamente con el objeto de reestructurar los portafolios de los bancos o de aprovechar el tratamiento fiscal que pueda tener la deuda de un país específico en alguna plaza determinada. Por ejemplo, un banco norteamericano canjea deuda argentina a un banco europeo por deuda chilena; o bien se canjea deuda del mismo país, es decir un banco brasileño canjea deuda mexicana a un banco norteamericano por deuda brasileña.

**2.- "Debt/debt swaps":** Reestructura de deuda.

En este caso se canjean títulos de deuda vieja por deuda nueva, ésta reestructurada a nuevos plazos, tasa, años de gracia, etc... la operación se realiza entre los deudores y los bancos acreedores.

**3.- "Currency swap":** Canje de divisa.

Este esquema de swaps consiste en canjear títulos de deuda denominados en una moneda por títulos denominados en otra moneda. Por ejemplo Petróleos Mexicanos canjea con el Citibank deuda en marcos por deuda en dólares.

4.- **"Interest rate swap"**: Canje de tasa de interés.

Esta operación consiste en canjear papel de deuda contratada a una tasa por papel gravado por una tasa diferente. Este cambio puede ser de una tasa fija a una tasa flotante o viceversa o bien de una tasa específica por otra, por ejemplo, de Prime a Libor.

5.- **"Debt/bond swaps"**: Intercambio de deuda por bonos.

Esta operación busca intercambiar deuda con riesgo por otra clase de pasivos como bonos con una mayor seguridad.

6.- **"Debt/equity swaps"**: Canje de deuda por acciones.

En esta operación se convierte o intercambian los títulos de deuda por participación accionaria de las empresas deudoras, u obligaciones internas convertibles en inversión.

Los debt/equity swaps, los debt/bond swap y los debt/debt swap en ese orden son las modalidades que mayor importancia han cobrado en el ámbito financiero internacional, tanto por los montos operados que se han registrado, como por sus efectos propios, principalmente como instrumentos reductores de deuda por la cancelación de pasivos y como generadores de inversión extranjera, asimismo revisten importancia por sus efectos económicos colaterales como son las implicaciones que tienen sobre las políticas monetaria y fiscal de aquellos países que adoptan dicho esquema.

Como ya se indicó en el presente trabajo los debt/debt swaps, debt/bond swaps y los debt/equity swaps se denominan indistintamente como debt/equity swaps o simplemente swaps y serán precisamente el campo de estudio por analizar.

## **1.2.2. EL MERCADO SECUNDARIO DE PASIVOS**

Desde el surgimiento de la crisis de la deuda externa en 1982, los bancos comerciales, que dentro de sus carteras contaban con pasivos a cargo de países latinoamericanos, han participado en la venta a descuento de títulos de deuda, con el objetivo principal de reducir su riesgo ante estos países y de reestructurar sus carteras, creando con esto un mercado secundario de pasivos.

El mercado secundario de la deuda se ha venido expandiendo, sobre todo a partir de 1986, sin embargo, todavía el número de operaciones es pequeño en relación al monto total de la deuda de los países en desarrollo.

Las estimaciones sobre el monto operado en el mercado varían dependiendo de la fuente. El Fondo Monetario Internacional estimó que en 1987 se registraron operaciones de entre 15 y 20 mil millones de dólares y de acuerdo a Roberts y Remolona(1), entre 1982 y 1986 se efectuaron operaciones por 12,000 millones de dólares.

## **ESTRUCTURA DEL MERCADO.**

En cuanto a los agentes que participan dentro de este mercado y su papel, tenemos que:

La oferta de títulos de deuda ha provenído principalmente de bancos regionales norteamericanos, aunque existe relación de cuando menos un banco japonés y algunos bancos latinoamericanos que han participado como oferentes.

Por el lado de la demanda de títulos de deuda, ésta ha provenído de los grandes bancos norteamericanos y corporaciones internacionales interesadas en buscar algún subsidio en sus inversiones en países en desarrollo.

Igualmente participan residentes de países deudores interesados en obtener un medio de repatriar capitales, y algunos gobiernos de países deudores con el objeto de captar y aprovechar el descuento con que se cotiza su deuda en el mercado secundario.

## **DETERMINANTES DE PRECIOS.**

En el contexto de la teoría de precios, el precio de equilibrio en un mercado de competencia es aquel que iguala la cantidad ofrecida a la cantidad demandada.

En un mercado competitivo de activos financieros las cantidades ofrecida y demandada a cada nivel de precios, dependerán del valor presente de los ingresos futuros que se espera que el activo genere. Para poder considerar un mercado de activos como un mercado eficiente debería cumplir con las siguientes condiciones:

- 1.- El costo de la transacción no deberá ser significativo.
- 2.- Los activos deberán presentarse en forma estandarizada, para permitir la comparación entre ellos.
- 3.- Debe existir información perfecta. La misma información sobre las características y condiciones de los diferentes activos deberá estar disponible para todos los agentes participantes en el mercado.
- 4.- Deberá existir un gran número de participantes. Deberán existir tantos oferentes y demandantes que una sola operación o decisión sobre cantidades ofrecidas y/o demandadas no tenga influencia significativa sobre el nivel de precios.
- 5.- El mercado deberá ser libre de restricciones que limiten los movimientos de precios.

Sin embargo, las características existentes en el mercado secundario de la deuda, actualmente son:

- Existe un número pequeño de participantes activos dentro del mercado y el volumen de operaciones aún es bajo. Una sola operación importante puede afectar significativamente los registros de precios de los títulos.
- Adicionalmente, la complejidad y particularidad de cada operación y la falta de información y procedimientos estandarizados, entre otros factores, puede conducir a que los precios de los títulos sean poco confiables como indicadores del estatus del mercado en un momento determinado.

Por lo anterior el mercado secundario no puede ser definido como un mercado eficiente de activos financieros.

Los títulos han registrado cotizaciones que oscilan entre un 10% y un 90% de descuento. Por ejemplo, la deuda de los principales países deudores latinoamericanos, Argentina, Brasil y México, se han venido negociando con descuentos que van del 20% al 50%, mientras que en países latinoamericanos con problemas severos en el cumplimiento del servicio de su deuda externa, como Perú y Bolivia, los descuentos registrados oscilan entre un 70% y un 95% (véase cuadro 4).

El porcentaje de descuento que se aplica a los títulos está relacionado en forma directa con las expectativas riesgo-país que se perciban en cada caso, en particular influyen los indicadores macroeconómicos y la posibilidad de incumplimiento en las obligaciones derivadas de su deuda externa.



**CUADRO 4**

**PRECIOS REGISTRADOS EN EL MERCADO SECUNDARIO DE LA DEUDA**

PAIS	TIPO	PRECIO	
ARGENTINA	BONEX '89	79.20	79.30
BRASIL	INVESTMENT BONDS	54.00	54.50
	NEW MONEY	84.50	85.25
MEXICO	COLLAT. BONDS of 3/08	85.25	86.00
	PAR BONDS	59.38	59.62
	DISCOUNT BONDS	75.12	75.50
CHILE	Rst CB	88.25	89.25
VENEZUELA	FRNs of 12/84	97.26	98.00
	FRNs of 12/85	97.00	97.75
	CONVERSION BONDS	78.25	78.50
	DISCOUNT BONDS	76.75	77.75
	PAR BONDS	67.38	67.82
ECUADOR	MYRA	23.50	25.00
PANAMA		17.50	18.50
PERU	Rst	14.00	15.00

FUENTE: DE SALOMON BROTHERS; INDICATIVE PRICES FOR DEVELOPING COUNTRY CREDITS, AUGUST 30, 1991.

NOTA: LOS PRECIOS ESTAN EXPRESADOS SOBRE 100 E INDICAN LOS NIVELES DE ACUERDO A LAS POSTURAS DE COMPRA Y VENTA REGISTRADOS AL 31 DE AGOSTO DE 1991.

Sería de esperarse que a mayor percepción de riesgo-país, mayor sea el descuento aplicado a los títulos cotizados. Sin embargo, los precios en el mercado secundario en ocasiones han mostrado un comportamiento distinto al esperado, por ejemplo en 1987 los títulos de deuda disminuyeron aún cuando en algunos países latinoamericanos, se estaban registrando mejorías en sus indicadores económicos.

Según Maldonado (2), la disminución de los precios, se debió principalmente a la decisión del Citibank y otros de los principales bancos norteamericanos, en mayo de 1987, de incrementar significativamente sus reservas para posibles pérdidas en países en desarrollo, lo cual generó expectativas de un aumento importante en la cantidad ofrecida de títulos en el mercado secundario.

Esto implica que el precio de mercado bajo condiciones de ineficiencia, puede responder también a movimientos en la oferta y en la demanda que no estén necesariamente vinculados con las expectativas de riesgo-país del país deudor.

Existe una extensa literatura sobre el proceso de determinación de los precios de la deuda externa de los países en desarrollo en el mercado secundario. (\*)

---

(\*) Véase: Sebastián Edwards, "The pricing of Bonds and Bank Loans", European Economic Review, Vol. 30, No. 30, Jun. 1986 y Stijn Claesen y Sweder Van Wijnbergen, "Precios del Mercado Secundario en Diversas Estrategias de Reducción de la Deuda", en El Trimestre económico, México, 1988.

A raíz del surgimiento del Plan Brady, con su hincapié en la reducción negociada de la deuda con el posible apoyo de fuentes oficiales, se ha aumentado la importancia de un buen entendimiento de la fijación de los precios de la deuda externa en los mercados secundarios, lo que ha llevado al desarrollo de varios modelos explicatorios del proceso de fijación de precios.

Según Claessen y Wijnbergen(3), los modelos existentes no proporcionan el enfoque congruente necesario para la determinación de los precios en el mercado secundario, de la deuda existente y de los créditos de nueva creación y que están insuficientemente equipados para analizar la dinámica de los precios del mercado secundario en diversas estrategias de reducción de la deuda, siendo pocos modelos los que pueden aportar ideas sobre el valor del apoyo crediticio.

Los autores citados, clasifican la mayoría de los modelos usados para la determinación de los precios de la deuda en el mercado secundario en una de dos clases:

- a) El enfoque todo o nada. Cada año el deudor paga totalmente, con una cierta probabilidad, el servicio de su deuda, y no paga nada con uno menos esa probabilidad.

$p$  = probabilidad de pago total

$1-p$  = probabilidad de no pagar nada

- b) El enfoque de certeza. Aquí el precio del mercado secundario es el valor presente de los saldos de comercio exterior futuros, con algunas correcciones, tomados como exógenos y deterministas, y divididos entre el valor nominal de la deuda. p. ej. Dooley y Symansky, 1989 (4) y Rodríguez 1988 (5).

Claessens y Wijnbergen, indican las deficiencias de cada uno de estos enfoques y presentan un modelo para la determinación de los precios y la evaluación de los créditos nuevos, empleando técnicas de determinación de los precios de las opciones, modelando explícitamente las fuentes y la naturaleza de los riesgos de la deuda, incluyen un enfoque de la determinación de los precios de los créditos dotados de garantías fijas y/o revolventes sobre intereses y principal.

### **1.2.3. ESQUEMAS GENERALES DE OPERACION**

**AGENTES CON PARTICIPACION DIRECTA EN LA OPERACION:** El Acreedor, el Deudor y el Inversionista.

**a) LA BANCA ACREEDORA:** Son los bancos extranjeros en cuyas carteras se encuentra una exposición considerable de deuda de países latinoamericanos. Su participación en la operación es como oferente.

Ante el surgimiento de los swaps, los bancos encuentran en el mercado secundario la posibilidad de reducir su exposición de cartera frente a ciertos países en desarrollo, vendiendo a descuento dichos títulos.

El costo que representa para los bancos la reestructuración de su cartera, es la pérdida en el valor de sus activos que resulta de la diferencia entre el valor en libros del préstamo y el valor al que se realizó la venta de los títulos en el mercado secundario.

La participación de los bancos, mucho ha dependido de la regulación que tengan los mismos, por ejemplo, si es posible o no deducir fiscalmente las pérdidas en que incurren estos por las ventas a descuento de sus activos o bien en cuanto a las restricciones existentes sobre la formación de reservas para préstamos malos.

Los bancos norteamericanos han actuado como intermediarios, conformando paquetes de deuda entre los bancos europeos y Regionales de Estados Unidos y colocándolos posteriormente entre inversionistas interesados en invertir en países en desarrollo.

Esto ha obedecido, en parte al temor de los grandes bancos a que los reguladores bancarios les requieran valorar el resto de sus carteras con países en desarrollo al mismo valor al que hubieran negociado en el mercado secundario los préstamos de dichos países.

Los bancos europeos, por el contrario operan bajo reglamentos contables que alientan la venta de deuda.

### **Postura de la Banca Acreedora ante los debt/equity swaps.**

Los bancos han mostrado una postura a favor de los swaps, publicando una serie de artículos de los que se condensan algunos argumentos: (\*)

- 1) Los swaps están basados en el mercado, es decir, se fundamentan en la disposición voluntaria de acreedores (para vender o intercambiar su deuda con descuento) y deudores (para pagar por ella), y las dos partes se benefician.
- 2) Son un importante apoyo para restaurar la confianza del mercado financiero, pues las naciones endeudadas sustituyen deuda (factor de inestabilidad) por inversión, que apoya el crecimiento y da confianza.
- 3) Permiten a los bancos disminuir la relación exposición/capital con mayor rapidez y a las instituciones pequeñas salir del problema. Los bancos que borran su deuda pueden incluso obtener un valor mayor al que ese pasivo tiene en libros.
- 4) Pueden acelerar y además incrementar la inversión extranjera, con el beneficio adicional de avanzada tecnología y apertura de mercados.

---

(\*) Estos argumentos fueron tomados de artículos que se publicaron en diferentes revistas y periódicos.

Debido a que algunas veces es necesario otorgar incentivos a la inversión y los swaps representan un incentivo financiero.

En un informe de la Corporación Financiera Internacional, basado en el estudio de 100 casos, muestra el valor que tienen los programas de debt/equity swaps: Casi todas las inversiones realizadas por bancos en cuatro naciones latinoamericanas no hubieran podido tener lugar en su ausencia. (6)

- 5) De permitirse la participación de inversionistas nacionales se puede estimular el retorno de capitales fugados, como lo demuestra el caso de Chile. Así, recapitalizan al sector privado y mejoran la asignación de recursos.
- 6) Atraer inversión extranjera y lograr retorno de capitales son objetivos de la política económica de muchos gobiernos. Que así sea percibido por los agentes económicos, con la consiguiente formación de expectativas, es un proceso que puede ser acelerado con un programa de swaps.
- 7) Pueden disminuir en forma importante la carga de la deuda externa, en capital y por lo tanto en intereses.
- 8) Por el apoyo que significan los swaps para los bancos, pueden condicionar la entrega de recursos frescos a la autorización de un programa de conversión de deuda.

9) A pesar del apoyo que la banca acreedora otorga a los swaps, tiene algunas críticas en particular hacia los programas de conversión en países latinoamericanos:

- El mercado de swaps se mantiene en una etapa infantil, principalmente porque los gobiernos deudores se han resistido a remover obstáculos regulatorios.
- Los intercambios que se realizan constituyen sólo una fracción de aquellos que se pueden hacer.

John Reed, presidente de Citicorp, el acreedor más importante de México, ha manifestado por diferentes medios en varias ocasiones su apoyo a los swaps, resaltando las ventajas financieras o económicas y presentándolos como un elemento importante para llevar a cabo una negociación exitosa.

El Morgan Guaranty Trust no sólo exalta las ventajas que en su perspectiva tienen los swaps, sino que además responde a las críticas que académicos o autoridades de diversos países presentan acerca del mecanismo.

**b) EL PAIS DEUDOR:** Dentro del flujo de la operación los países deudores tienen un doble papel. Como re-compradores de sus propios pasivos, es decir como demandantes de títulos y como reguladores de la operación.

Algunas ventajas que obtienen estos países con la operación, son que al realizar la compra de su propia deuda y reducir pasivos disminuyen la carga



del servicio de ésta, adicionalmente fomenta la inversión extranjera y la repatriación de capitales.

Sin embargo, las operaciones pueden también involucrar algunos aspectos negativos para el país deudor. Si bien obtiene un descuento y logra la cancelación de pasivos externos, también es cierto que se trata de un pago anticipado de la deuda, el prepago se da porque el título de deuda original se sustituye por deuda interna cuyos plazos de vencimiento son menores, lo que implica reajustes presupuestales y monetarios para el país deudor.

Como agente regulador, es función del país deudor definir qué esquema de compra implanta y este es resultado en parte del objetivo que el país deudor persiga al realizar las operaciones.

Algunos países utilizan el mecanismo de swaps como instrumento para promover y dirigir la inversión, otros los utilizan como medida complementaria en la disminución de su deuda externa.

#### **SISTEMA DE CAJONES:**

En el primer caso, como fue el caso de México hasta 1988, el objetivo fue canalizar la inversión a sectores específicos, así el mecanismo de recompra de papel se caracterizó por tener cajones discrecionales de descuento.

Una vez que el inversionista ha comprado títulos de deuda mexicana a un determinado banco, el gobierno fija la tasa de descuento a la que

recomprará dichos títulos al inversionista, esta tasa de descuento varía dependiendo del grado de prioridad que tenga el sector al cual se canalizaría la inversión.

P. ej.	Sector	% Descuento
	Agricultura	5-10
	Turismo	10-20
	Exportadores Directos	10-15
	Exportadores Indirectos	10-20
	Maquiladoras	15-20

#### **SISTEMA DE SUBASTA:**

Esta modalidad, adoptada por México a partir de 1990, busca maximizar el descuento al que se recompra el papel.

En este mecanismo, el gobierno del país deudor anuncia el monto a canjear y el descuento mínimo que aceptará pagar por los títulos. Por ejemplo el gobierno anuncia una subasta de compra:

Monto:	1,000 millones de Dólares
Tasa de desc.	30%

El Gobierno recibe las solicitudes de conversión, indicándose el monto a canjear y la tasa a la que el inversionista estaría dispuesto a vender el papel.  
p. ej.

- |    |               |                         |
|----|---------------|-------------------------|
| 1) | Monto:        | 150 millones de dólares |
|    | Tasa de desc. | 32.625%                 |
| 2) | Monto:        | 400 millones de dólares |
|    | Tasa de desc. | 33.25%                  |
| 3) | Monto:        | 225 millones de dólares |
|    | Tasa de desc. | 32.50%                  |
| 4) | Monto:        | 350 millones de dólares |
|    | Tasa de desc. | 31.50%                  |

En este ejemplo el Gobierno asignaría 400 millones al agente número 2 a 33.25%, 150 millones al agente número 1 a 32.625%, 225 millones al agente número 3 a 32.5% y únicamente 225 millones al agente número 4 por ser quien ofreció la tasa más baja del 31.50%.

O bien se obtiene una tasa ponderada de acuerdo al monto demandado por cada postura y se asigna a aquellas posturas cuya tasa ofrecida es superior a la tasa ponderada.

Por ej. tomando en cuenta que:

150	=	.133
400	=	.355
225	=	.20
350	=	.312
<hr/>		
1,125		1.00

$$(32.65 \times .133) + (33.25 \times .355) + (32.5 \times .2) + (31.5 + .312) = 32.34$$

En este caso, se asignarían 150 millones al agente número uno, 400 millones al agente número 2 y 225 millones al agente número 3, quedando el resto de la emisión sin colocar debido a que la tasa de descuento ofrecida fue menor a la que resultó como tasa ponderada.

Esta asignación bien puede hacerse a la tasa ponderada o bien a aquella que cada agente ofreció.

**c) EL INVERSIONISTA:** El tercer agente dentro de la operación es el inversionista, cuyo papel consiste en comprar a descuento, en el mercado secundario, títulos de deuda de un país en desarrollo, en el cual esté interesado en invertir, posteriormente redime dichos títulos al país deudor con un descuento menor al que fueron adquiridos.

El beneficio para el inversionista radica en aprovechar la ganancia de capital que se deriva de capitalizar la deuda adquirida a un descuento menor que el original.

Suponiendo una tasa de descuento de un papel "X" del 40% en el mercado y que el gobierno de dicho país "X" esté dispuesto a recomprar su papel con un descuento del 35%, tendríamos que:

$$\text{Precio de Compra} = P = VN((1-d)(1/360))^{(1)}$$

$$P = 100,000((1-.40)$$

$$P = 60,000$$

En donde: P= Precio;

VN= Valor Nominal;

d= tasa de descuento

$$\text{Precio de Venta} = P = 100,000(1-.35)$$

$$P = 65,000$$

En este caso el inversionista obtiene una ganancia de capital de 5 mil dólares, lo cual se traduce en la obtención de recursos en moneda local, a un costo menor al del mercado cambiario. Es decir, recibe en moneda local el equivalente a 70,000 dls. cuando únicamente desembolsó 65,000. dls.

Suponiendo la operación ejemplificada se realiza en México, cuando el tipo de cambio es de 3,000 pesos por 1 dólar, tendríamos que por los 65,000 dls. le pagarían 195'000,000. de pesos; ahora bien, considerando que únicamente desembolsó 60,000 dls. tendríamos que se le pagó 3,250 pesos por cada dólar, cuando en el mercado se pagaba a 3,000 pesos.

Lo anterior significa un subsidio a la inversión extranjera, de acuerdo al ejemplo anterior del 8.33%, lo que se ha traducido en fuertes debates que

---

(\*) El término  $(1/360)$  de la fórmula original de Precio calculado a través de Descuento, se omite en este caso debido a que la tasa de descuento que se ofrece en el mercado secundario ya considera el plazo por falta por vencer a los títulos ofrecidos.

argumentan la ineficiente asignación de recursos, el efecto bicicleta que se genera, y la detención temporal de proyectos de inversión por estar esperando este tipo de apoyos.

## **ESQUEMAS Y FLUJOS GENERALES DE OPERACIÓN**

En esta sección se presenta el flujo de las operación y los agentes participantes en algunas de las modalidades más comunes de swaps.

Es importante hacer notar que por la complejidad y particularidad de las operaciones, cada una tiene características diferentes y es difícil que se realicen dos operaciones bajo condiciones iguales.

Por lo anterior se analizan brevemente algunos modelos generales que nos sugieren la operatividad típica de los esquemas de swaps y bajo el supuesto que las demás formas de operación son variantes de estos esquemas generales.

### **CASO 1: CAPITALIZACION DIRECTA DE UNA ENTIDAD PUBLICA CON DEUDA REESTRUCTURADA.**

En este esquema una entidad pública, por ejemplo un banco o empresa paraestatal, reestructuran sus pasivos ante la banca comercial a fin de llevar a cabo un canje de deuda por capital de éstas, mediante la participación de algún inversionista extranjero interesado en tener participación accionaria de algunas de estas entidades.

Este esquema se ha presentado en países como México y Chile para llevar a cabo procesos de privatización, total o parcial, de sus sectores paraestatales, concretamente en empresas mineras, cadenas hoteleras, Fertimex, Altos Hornos, DINA, VAM, Renault, Astilleros Unidos de Veracruz, etc...

Este esquema también se aplica en el caso de empresas privadas con deuda externa y que están dispuestas a ceder participación accionaria a algún inversionista extranjero, a cambio que éste cancele sus pasivos con la banca comercial, por ejemplo, el caso de Chrysler de México.

El flujo de operación de este esquema es el siguiente:

- 1) El banco extranjero tenedor de títulos de deuda de alguna empresa pública de algún país latinoamericano, acude como oferente de dichos títulos al mercado secundario.
- 2) El inversionista extranjero interesado en adquirir participación accionaria de una de estas empresas, acude al mercado secundario y compra a descuento los títulos de deuda de la empresa pública.
- 3) El inversionista paga a descuento los títulos negociados en el mercado secundario al banco extranjero.
- 4) El banco extranjero cancela la deuda que la Entidad Pública Latinoamericana tenía con él.

- 5) El banco extranjero gira instrucciones para la emisión de acciones por parte de la empresa y cuyo tenedor será el inversionista extranjero.
- 6) La entidad pública emite y entrega al inversionista las acciones que correspondan al valor de la deuda cancelada.
- 7) El inversionista redime los títulos de deuda a su emisor original, la entidad pública, a un descuento menor al que los pagó.

#### **CASO 2: CANCELACION DE DEUDA PUBLICA CON PARTICIPACION DE INVERSION EXTRANJERA.**

Es el caso en que el gobierno federal de algún país latinoamericano tiene directamente deuda externa contratada con la banca extranjera. En el caso mexicano se trata de deuda a cargo del gobierno federal y no a cargo de alguna de sus dependencias, es decir se trata de los conocidos títulos UMS DEBT.

Este esquema ha sido utilizado por los gobiernos latinoamericanos para aprovechar los descuentos con los que se cotiza su deuda en el mercado secundario, y poder cancelar a descuento parte de sus pasivos externos, mediante la participación de un inversionista extranjero interesado en obtener recursos domésticos para invertir en algún sector o proyecto específico, dentro de los programas especificados por los gobiernos.



En países como Chile, este esquema ha representado un importante incentivo para promover la inversión extranjera, así mismo en México se ha utilizado como instrumento de inversión en sectores específicos como el turismo.

La participación del Banco Central es relevante en este caso, puesto que liquida con deuda interna, la cual se amortiza periódicamente, el papel que el inversionista extranjero redime al gobierno, lo que implica el canje de deuda externa por deuda interna y una expansión en los agrgados monetarios.

Los agentes que participan así como el flujo de la operación es el siguiente:

- 1) El banco extranjero ofrece en el mercado secundario los títulos de deuda del gobierno de algún país latinoamericano, por ejemplo ofrecen UMS DEBT del Gobierno Mexicano.
- 2) El inversionista extranjero, interesado en invertir en dicho país latinoamericano, compra a descuento los títulos ofrecidos por la banca comercial.
- 3) El inversionista extranjero realiza el pago a descuento de dichos títulos.
- 4) El banco extranjero cancela los préstamos que tenía otorgados al Gobierno Latinoamericano.

- 5) El Gobierno Federal gira instrucciones de pago a su Banco Central.
- 6) El Banco Central liquida a un descuento menor al que el inversionista compró los títulos en el mercado secundario. Para esto recurre a la expansión del crédito interno impactando en los agregados monetarios.
- 7) Finalmente, el inversionista extranjero redime al deudor original, el Gobierno Federal, los títulos a su cargo.

### **CASO 3: RECOMPRA DEL GOBIERNO FEDERAL A TRAVES DEL BANCO CENTRAL.**

Este tipo de swap, es la cancelación directa de deuda del Gobierno Federal utilizando al Banco Central como negociador y liquidador, con el fin de aprovechar los descuentos con que se cotiza su deuda en el mercado.

A diferencia del esquema presentado en el caso 2, los recursos aquí provienen directamente del mismo Banco Central y no de algún Inversionista Extranjero.

Generalmente esta operación se realiza en épocas en que el Banco Central del país en cuestión, cuenta con un saldo excedente en Reservas Internacionales y decide que es conveniente asignar esos recursos al pre-pago de pasivos externos a fin de aprovechar el descuento con que se cotizan sus pasivos en el mercado secundario.

Flujo de la operación:

- 1) El Banco Extranjero acude al mercado secundario, ofreciendo a descuento títulos de deuda de países latinoamericanos.
- 2) El Banco Central del país en cuestión acude al mercado secundario a comprar los títulos de deuda ofrecidos a fin de aprovechar el descuento existente.
- 3) El Banco Central paga a descuento los títulos de deuda adquiridos.
- 4) El Banco Extranjero cancela la deuda del Gobierno Federal del país en cuestión.
- 5) El Banco Central redime el papel de deuda al Gobierno Federal.

#### **CASO 4: CANCELACION DE DEUDA PRIVADA CON INTERVENCIÓN DE UNA INSTITUCION FINANCIERA.**

Este caso se da cuando alguna Empresa Privada decide canjear pasivos con la Banca Internacional por pasivos con la Banca Nacional a fin de obtener algún descuento en sus pasivos.

Para realizar esta operación las Empresas Privadas han utilizado la intermediación de un Agente Financiero. En el caso de México, los agentes con mayor participación han sido Nafin, Bancomext, y los grandes bancos como Bancomer y Banamex.

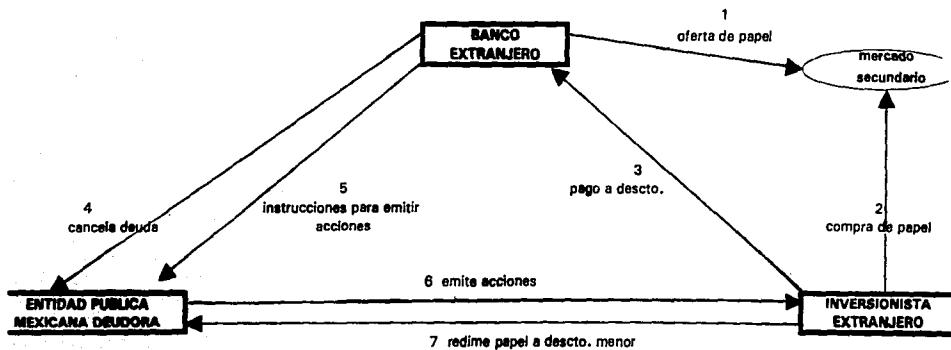
**Flujo de la operación:**

- 1) El Banco Extranjero poseedor de títulos de deuda de alguna empresa privada de algún país latinoamericano, acude como oferente de dichos títulos al mercado secundario.**
- 2) El Inversionista Extranjero acude al mercado a comprar títulos de deuda de alguna empresa privada, a fin de revender los títulos a la empresa deudora y obtener algún premio.**
- 3) El Inversionista liquida los títulos adquiridos al Banco Extranjero.**
- 4) El Banco Extranjero realiza la cancelación de deuda a la Empresa Privada.**
- 5) La empresa gira instrucciones de pago a su Agente Financiero a fin de liquidar el papel que adquirió el Inversionista Extranjero.**
- 6) El Agente Financiero liquida con recursos propios al Inversionista Extranjero.**
- 7) El Inversionista Extranjero redime el papel a su deudor original, la empresa privada.**

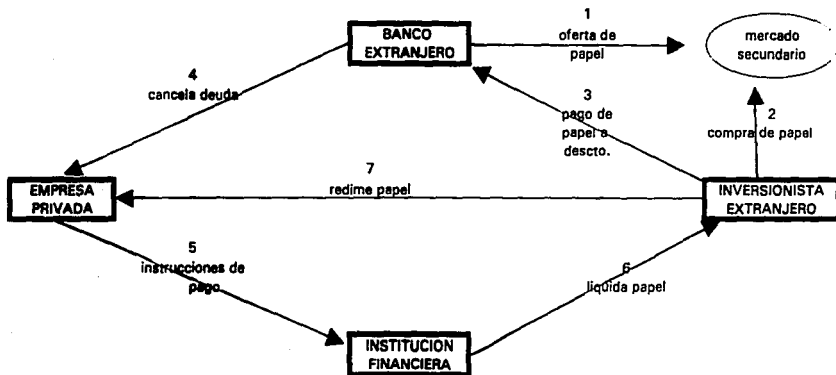
**En este se puede presentar la operación con la variante de que no interviene el Inversionista Extranjero, es decir, el Agente Financiero realiza la compra directamente al Banco Extranjero.**

**Las implicaciones que tiene cada una de las formas de operación, tanto como para cada uno de los participantes como para las economías de los países deudores, en especial sobre su política monetaria, será examinado ampliamente en la segunda parte del trabajo.**

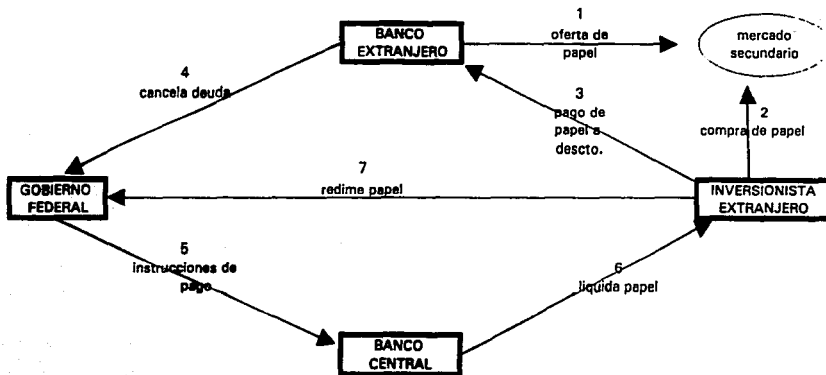
### CAPITALIZACION DIRECTA DE ENTIDAD PUBLICA CON DEUDA REESTRUCTURADA



### CANCELACION DE DEUDA PRIVADA CON INTERVENCION DE INSTITUCION FINANCIERA

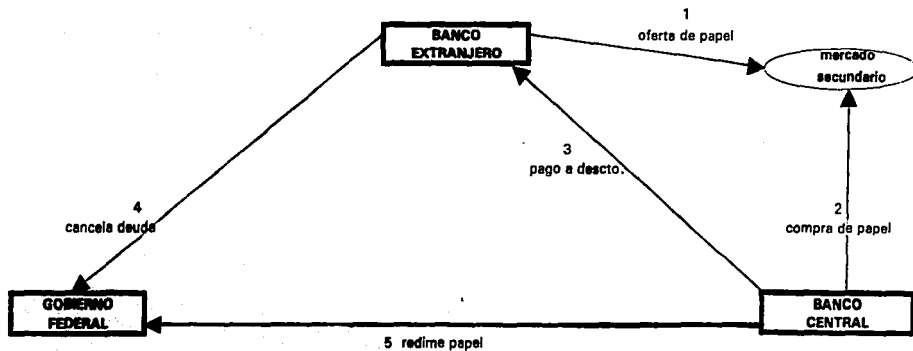


### CANCELACION DE DEUDA PUBLICA





### RECOMPRA DEL GOBIERNO FEDERAL A TRAVES DEL BANCO CENTRAL



## REFERENCIAS PARTE I.2.

- 1) Roberts, David L., Remolona, E. M.; "Debt Swaps: A Technique in Developing Country Finance", Group of Thirty, Finance for Developing Countries, New York, 1987.
- 2) Maldonado, Javier. El mercado secundario de la deuda de los países en desarrollo, Banco de México, Dirección de Acuerdos y Organismos Internacionales, Docto. No. 42, México, Enero 1989.
- 3) Claessens, Stijin y Van Wijnbergen, Sweden. Precios del mercado secundario en diversas estrategias de reducción de la deuda. Un enfoque de opciones en la determinación de precios con aplicación particular a México. El Trimestre Económico, Fondo de Cultura Económica, México, 1988.
- 4) Dooley, M. y Symansky, S. (1989), A dynamic model of debt buy backs. mimeografo, I.M.F.
- 5) Rodriguez, C. (1988), The strategy of buy backs: A theoretical analysis of the competitive case. J. Frenkel (comp), Analytical Issues in Debt, I.M.F., 1989.
- 6) World Financial Market: LDC Debt Reduction: A Critical Appraisal. dec. 1988 p.p. 6-9

### **I.3. EXPERIENCIA EN OTROS PAISES Y EL CASO MEXICANO.**

#### **I.3.1. EXPERIENCIA EN OTROS PAISES.**

Desde la aparición formal de la operación de SWAPS en 1982, varios países con problemas de endeudamiento externo, generalmente latinoamericanos, han recurrido a este instrumento financiero a fin de aligerar sus compromisos externos y en algunos casos promover la inversión extranjera.

La forma como cada país ha instrumentado sus programas y los resultados en cuanto a costos y beneficios es diferente caso a caso, por lo que en esta sección se realizará un análisis comparativo de las experiencias más significativas en cuanto a la instrumentación de este tipo de programas y a los efectos macroeconómicos que se registraron en cada país.

La muestra de casos seleccionados son los de Chile, Brasil y Argentina, debido a que son considerados como experiencias representativas, es decir los demás países que han adoptado estos programas, los han realizado básicamente bajo los mismos esquemas operativos que los citados con algunas adecuaciones particulares, adicionalmente se eligen por que se cuenta con una mayor literatura y estadísticas de los mismos.

## **a) EL CASO CHILENO**

En mayo de 1985, dentro de un contexto de alto endeudamiento equivalente a 1.26 veces el Producto Interno Bruto y transferencias netas al exterior que alcanzaban el 5% del PIB, el gobierno chileno a través del Banco Central de Chile, dentro del contexto del acuerdo de reestructuración de la deuda externa creó un programa que posibilita a personas residentes y a no residentes a adquirir títulos de deuda externa chilena con objeto de invertir en el país.

Por las menores restricciones a la inversión extranjera con las que opera el programa de SWAPS chileno, en comparación con otros países, este se ha colocado como el programa más dinámico de América Latina con el 6.28% de su deuda bancaria, el 12.6% de su deuda externa reestructurada y el 21.4% de su inversión extranjera directa.(1)

La reestructuración multianual de 1985 considera al Banco Central como autoridad en la supervisión y ejecución de los mecanismos para la conversión de deuda externa por capital.

El programa contempla dos modalidades bajo las cuales se puede instrumentar y que están contenidas en los Capítulos XVIII y XIX del Compendio de Normas de Cambios Internacionales y son:

- 1) Inversión extranjera directa por no residentes con derechos de remisión de capital y utilidades, y

- 2) Repatriación de capitales por residentes sin derecho de remisión de capital y utilidades.

### **1) Inversión con Derechos de Remisión.**

El capítulo XIX del Compendio de Normas de Cambios Internacionales autoriza a extranjeros y chilenos con residencia en el exterior, a intercambiar títulos de deuda externa chilena por activos denominados en moneda nacional, para posteriormente invertirlos en bienes de capital o acciones de empresas chilenas.

Los títulos deberán tener un plazo de vencimiento mayor a un año y deberán haber sido suscritos por el Ministerio de Finanzas, el banco central, entidades del sector público, instituciones financieras autorizadas a operar en el país y por residentes privados avalados por la Corporación Financiera de Desarrollo (CORFO) o alguna otra institución financiera autorizada.

Los instrumentos que emite el banco central para financiar la operación de canje podrán ser:

- a) Bonos indizados al dólar norteamericano, a plazo de 10 años y con intereses pagaderos en pesos.
- b) Bonos indizados a Unidades de Fomento, con diferentes plazos e intereses pagaderos semestralmente.

El capital no podrá ser repatriado en los primeros 10 años y las utilidades sólo podrán remitirse a partir del quinto año, lo acumulado en los primeros cuatro años podrá remitirse en montos anuales de 20% a partir del quinto año.

## **2) Inversión sin Derechos de Remisión.**

El capítulo XVIII del Compendio de Normas de Cambios Internacionales regula a aquellos inversionistas no residentes que no requieren derechos de remisión, y a ciertos inversionistas residentes que pudiendo adquirir instrumentos de deuda con descuento en el exterior los desean intercambiar por activos chilenos.

Los títulos a operarse que bajo este capítulo deberán haber sido suscritos por el Ministerio de Finanzas, El Banco Central, entidades públicas, la CORFO e instituciones financieras autorizadas.

Las transacciones con títulos de deuda, así como con los activos chilenos que sustituyen a los títulos de deuda, deberán realizarse con intermediación de alguna institución financiera (véase caso 4 parte 1.2.3)

Las conversiones efectuadas con base en los dos mecanismos anteriores, deben contar con la aprobación del deudor, el cual tiene que renunciar a su derecho futuro sobre las divisas al tipo de cambio oficial, para cambiar su pasivo original en moneda extranjera a la divisa nacional, en un nuevo instrumento de deuda interna.

Estos mecanismos se diseñaron para impedir un impacto monetario. Es decir, el Banco Central cambia obligaciones externas en divisas por bonos negociables de largo plazo en moneda local, para así evitar cualquier expansión monetaria resultante de las conversiones.

Adicionalmente la ley de Inversiones Extranjeras, autorizó el cambio directo de deuda en acciones de la empresa directa con la aprobación del Banco Central. En este caso las ganancias obtenidas por estas inversiones podrán ser remitidas inmediatamente y el capital podrá repatriarse después de tres años.

### **Resultados e Impacto Económico.**

Según Maldonado, desde la introducción del programa chileno de canje de deuda por acciones en mayo de 1985 hasta enero de 1987 se negoció deuda por 989 millones de dólares bajo los capítulos XVIII y XIX del Compendio de Normas y Cambios Internacionales; adicionalmente se efectuaron operaciones de capitalización directa, cancelación de deuda, y canjes de cartera por 601 millones de dólares. (2).

Lo anterior significó una reducción efectiva de la deuda por 1,590 millones de dólares, de una deuda externa total de 19,342 millones de dólares a finales de 1986. (3)

Los títulos de deuda externa chilena se han venido negociando en los mercados secundarios de deuda con un descuento del 30%

aproximadamente, siendo redimidos en pesos con un descuento del 8% aproximadamente de su valor nominal.

En relación al impacto económico que han tenido las operaciones de SWAPS en Chile, según las fuentes, no existe evidencia clara de distorsión en la política monetaria y presupuestal del país. De hecho a pesar de que las operaciones de canje de deuda representan montos importantes en relación al tamaño de la economía chilena, el nivel de precios mostró disminuciones en el período de aplicación del programa pasando del 35% anual en junio de 1985 a 26% anual en diciembre del mismo año y a 17.4% en diciembre 1986.

La razón por la cual las operaciones no afectaron el índice de precios es principalmente que el Banco Central de Chile no ha emitido circulante con el propósito de financiar la liquidación del papel redimido en las operaciones, sino que ha emitido bonos de largo plazo.

Por el lado de las tasas de interés internas, no sufrieron presiones adicionales producto de las operaciones de canje de deuda debido a la gran disponibilidad de ahorro financiero tanto interno como externo, además de que el déficit público ha estado disminuyendo.

En cuanto a la balanza de pagos chilena, como resultado del programa, se registró un aumento de 229 millones de dólares en 1985 a 362 millones en



1986 en el rubro de inversión extranjera directa(2). No existe evidencia que compruebe fuga de capitales.

En conclusión, la experiencia chilena indica que el programa de intercambio de deuda por acciones ha permitido reducir la carga del servicio de la deuda externa de este país e incrementar la inversión extranjera directa. Por otra parte no hay indicios de que el financiamiento de las operaciones de canje esté distorsionando significativamente la política monetaria y presupuestal del país.

#### **b) EL CASO ARGENTINO**

Argentina utilizó el esquema de SWAPS instrumentándolos en dos programas: El primero entre septiembre de 1984 y agosto de 1985 y el segundo en 1987 como parte del acuerdo de reestructuración de la deuda externa argentina con la banca internacional.

Para el primer caso, los montos de capital seleccionado para estas operaciones fueron canjeados por pasivos internos de corto plazo, denominados en moneda nacional a su respectivo valor nominal y convertidos al tipo de cambio oficial vigente en el momento de realizar la operación. Estos pasivos fueron emitidos por el banco central quien se constituyó como la institución que analizaba caso por caso las solicitudes de canje de deuda por inversión.

Al vencimiento de los pasivos de corto plazo, los fondos quedarían disponibles a los inversionista extranjeros con el fin preestablecido de adquirir acciones de las empresas endeudadas o bien invertir en algún proyecto específico generador de empleos.

Todas las operaciones estuvieron sujetas a la Ley de Inversiones Extranjeras, la cual establece que la remisión de utilidades no podría rebasar el 5% de las utilidades generadas en un año fiscal, para el caso de inversiones. Para el caso de repatriación de capitales de inversionistas extranjeros, éstos no podían enajenar la inversión en un plazo menor a 10 años.

El programa iniciado en 1987 dentro de un paquete de renegociación de la deuda externa argentina acordado en abril de ese año, se realizó con base en cuotas máximas de operación con las siguientes características:

Podían participar cualquier inversionista nacional o extranjero que fuera poseedor de títulos de deuda argentina considerada como "elegible" la cual ascendía según estimaciones a entre 24 y 35 mil millones de dólares(3) y básicamente estaba compuesta por:

- bonos nominados en dólares
- obligaciones externas del Gobierno denominadas en dólares
- obligaciones internas del Gobierno denominadas en dólares
- créditos externos del Gobierno denominados en dólares
- créditos externos a mediano plazo garantizados por el Banco Central
- otras obligaciones externas del banco central

Las cuotas de conversión autorizadas según sus plazos fueron: Aquellas con vencimiento al 30 de junio de 1988, 300 mil dólares; aquellas con vencimiento al 30 de junio de 1989, 1990, 1991 y 1992, 400 mil dólares, respectivamente.

La elección de los proyectos de inversión también fue facultad del Banco Central, los proyectos deberían ser inversiones "nuevas" e "incrementar la productividad" según el mismo director del Banco Central, Daniel Marx.

Específicamente, las inversiones deberían estar orientadas a la adquisición de maquinaria, construcción de plantas, incrementar la capacidad física existente, todo con un solo resultado: incremento en la oferta agregada de bienes. Aunque también se autorizaron proyectos destinados a incrementar la productividad, la eficiencia y la oferta de servicios.

La inversión extranjera producto del programa de conversión de deuda, no podía ser transferida a un proyecto diferente al asignado originalmente en un periodo de 3 años. La repatriación de la inversión no podía realizarse antes de 10 años y las utilidades de la inversión no podían repatriarse hasta el año 4.

### **Resultados e impacto económico.**

Dentro de la literatura encontrada que refiere el caso argentino, no hay suficiente información en cuanto a los resultados logrados por los programas y el impacto económico resultante de la inclusión de SWAPS en sus programas de reestructuración.

Sin embargo existe evidencia de que existió un impacto monetario directo por la excesiva liquidez que generó el hecho de liquidar las operaciones con pasivos de corto plazo.

Por otra parte como consecuencia del canje de pasivos externos por pasivos internos se registró un crecimiento de la deuda interna que presionó las tasas de interés domésticas al alza, adicionalmente habría que evaluar el costo de la deuda interna versus el costo de la deuda externa, debido a los niveles de inflación y de tasa internas que registró Argentina en el período referido.

Adicionalmete a los efectos económicos negativos que originó el programa de SWAPS argentino, varios autores coinciden en que la oposición política al programa fue decisiva en la cancelación de éste, argumentando principalmente razones de tipo nacionalista contra el subsidio otorgado a la inversión extranjera.

### **c) EL CASO DE BRASIL**

En 1982, Brasil registró sus primeras experiencias de swaps aunque sin estar bajo un programa específico, el Banco Central de Brasil implantó un esquema de conversión de deuda por inversiones, en donde adicional al descuento obtenido por los inversionistas al comprar deuda externa brasileña y redimirla, el Gobierno Brasileño otorgaba un incentivo fiscal que consistía en deducir entre un 5% y un 10% de la cantidad invertida de los impuestos a pagar.

Los montos operados alcanzaron 1,800 millones de dólares entre 1982 y 1984.(4) En este último año se suspendió temporalmente el programa con el objeto de evitar el subsidio fiscal con sus distorsiones.

En 1985, se implementó un programa de conversión de deuda por acciones y se rige por la Ley de Inversiones Extranjeras vigente en ese año. Dicha ley permite a las personas no residentes convertir deuda externa en acciones de empresas particulares o en nueva inversión en activos financieros y fijos en moneda nacional al valor nominal de los pasivos y al tipo de cambio oficial determinado en la fecha en que se realice la operación.

En cuanto a las restricciones existentes para la inversión cuando esta proviene de operaciones de swaps son:

La remisión de utilidades no deberá ser superior al 10% de la utilidad generada en un año (no especifica si se pueden remitir a partir del primer año o no) y la inversión no podrá enajenarse en un plazo menor a la maduración del proyecto de inversión.

No se encontró congruencia confiable en las estadísticas consultadas, sin embargo se tiene que el Banco Central de Brasil reporta los siguientes montos operados:

**CUADRO 5**  
**CONVERSIÓN DE DEUDA POR INVERSIÓN**  
**BRASIL 1980-1986**  
**Miles de dólares**

---

AÑO	DEUDA CANJEADA
1980	34.3
1981	1.8
1982	143.2
1983	452.2
1984	745.6
1985	581.3
1986	191.0

---

**FUENTE: BANCO CENTRAL DE BRASIL**  
**EN "THE ECONOMIST" THE PANEL OF EXPERTS, SPECIAL NUMBER,**  
**1988, p.p. 193**

**I.3.2 EL CASO MEXICANO.**

Las condiciones de la economía mexicana, especialmente a partir de 1982, han ocasionado que un gran número de empresas, ante la imposibilidad de obtener recursos para llevar a cabo proyectos de reconversión industrial, nuevos proyectos de inversión o simplemente para hacer frente a los pagos por intereses y principal de su deuda externa, presente solicitudes para sustitución de deuda por inversión.

Durante el período de 1983-1985 la Comisión Nacional de Inversiones Extranjeras emitió resoluciones favorables para la capitalización de pasivos por 769.1 millones de dólares.(5)

## **EL PROGRAMA DE 1986**

En abril de 1986, dentro del Convenio de Reestructuración de la Deuda Pública Externa (cláusula 5.11), el Gobierno Mexicano instrumentó el Programa para la Capitalización de Pasivos y Sustitución de Deuda Pública por Inversión, con el fin de reducir la deuda interna y fomentar la inversión extranjera en actividades netamente exportadoras.

Este programa fue instrumentado conjuntamente a través de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP), la Secretaría de Comercio y Fomento Industrial (SECOFI) y la Comisión Nacional de Inversiones Extranjeras, elaborando el Manual Operativo para la Capitalización de Pasivos y Sustitución de Deuda Pública por Inversión (6) a fin de establecer la reglamentación operativa de los swaps.

La capitalización de pasivos se rige por las normas establecidas en la Ley para Promover la Inversión Mexicana y Regular la Inversión Extranjera (art. 8o. párrafo primero) facultando a la Comisión Nacional de Inversiones Extranjeras para resolver todos los casos de capitalización de pasivos incluso aquellos que se acojan al mecanismo de sustitución de deuda pública por inversión.

Los criterios generales establecidos en el manual operativo a fin de elegir los casos viables de capitalización de pasivos y sustitución de deuda pública por inversión, establecen que la Comisión Nacional de Inversiones Extranjera toma en cuenta los mismos criterios que utiliza para autorizar y fijar los porcentajes y condiciones de la participación del capital foráneo y que se encuentran señalados en la Ley para Promover la Inversión Mexicana y Regular la Extranjera (art. 13), de los que resaltan:

- 1.- **Exportaciones:** La Comisión considera en primer lugar, a aquellas empresas que muestren saldos superavitarios en balanza de pagos; en segundo lugar, a aquellas con saldos equilibrados y por último, a las que presenten déficit.
- 2.- **Aplicación de Recursos.** Se dará preferencia a aquellos casos de inversiones en activos fijos, ampliaciones, nuevas líneas de productos o nuevas actividades que impliquen exportaciones, y en segundo término, a los pagos ya sea a Ficorca, sociedades nacionales de crédito, proveedores o colocaciones entre el gran público inversionista en México.
- 3.- **Tecnología.** Se otorga mayor prioridad a aquellos proyectos con tecnología de punta, en segundo y tercer lugar a aquellos con tecnología media y teconología saliente respectivamente.
- 4.- **Grado de integración nacional.** Tendrán prioridad aquellos proyectos cuyos grados de integración nacional sean superiores a los de la.rama



económica, en segundo término, a aquellos con igual grado de integración al de su rama y por último, a aquellos con inferior grado de integración.

- 5.- Estructura actual de la propiedad de capital. La Comisión otorgará preferencia en primera instancia, a aquellas empresas que en el momento de hacer su solicitud mantengan un 100% de capital fóreano; posteriormente, a empresas con participación mayoritaria extranjera y finalmente, a aquellas empresas que debido a la capitalización de pasivos, pasarán de una participación minoritaria o nula, a una mayoritaria o minoritaria, respectivamente.
- 6.- Sujetos acreedores. a) Para la capitalización de pasivos propios, se considera prioritarios aquellos créditos contraídos con instituciones bancarias en segundo término, a aquellos créditos contraídos con proveedores y finalmente a los créditos vinculados con las matrices de empresas mexicanas en el extranjero. b) Para sustitución de deuda pública por inversión, los pasivos permitidos serán, únicamente, los provenientes de:
- Créditos en moneda nacional con sociedades nacionales de crédito.
  - Créditos en moneda nacional contraídos con proveedores nacionales, para la adquisición de bienes de procedencia nacional.
  - Ficorca.

- Obligaciones emitidas entre el gran público inversionista en México.
- 7.- Tamaño de la empresa. En primera instancia se ubica a la pequeña y mediana empresa y en segundo término a la gran empresa.
- 8.- Rentabilidad. Se considerará a aquellas empresas que muestren un dinamismo similar o superior a la actividad económica, rama industrial o sector en cuestión.

Adicionalmente y de acuerdo con los criterios específicos establecidos en el mismo Manual de Operación es importante que el giro al cual pertenece la empresa se encuentre incluido dentro de las actividades y sectores prioritarios, de acuerdo con lo publicado en el Diario Oficial de la Federación del 22 de enero de 1986 y que no pertenezca a actividades reservadas al Estado o reservadas de manera exclusiva a mexicanos o a sociedades mexicanas con cláusula de exclusión (arts. 4o. y 5o. de la Ley para Promover la Inversión Mexicana y Regular la Inversión Extranjera).

Las operaciones se realizarán al tipo de cambio promedio de compra-venta del tipo de cambio libre de, por lo menos, tres casas de cambio bancarias del país del día de cierre de la operación.

El porcentaje de descuento de los títulos de deuda se fijarán de acuerdo a los beneficios que la transacción implique para el desarrollo del país, y se negociará con la Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

La fórmula para el cálculo de los descuentos respectivos es:

$$D1 = Di \frac{100 - p}{100 - po} \left( \frac{d}{do} \right)^B$$

En donde:

**D1** Descuento para empresas

**p** Precio vigente del papel mexicano

**d** Diferencial entre los tipos cambio libre y controlado medido como el cociente de ambos.

**Di, po, do,** Los valores anteriores tal como aparecen en la tabla. (\*)

**B** Factor igual a 2. La S.H.C.P. podrá modificarlo dependiendo del diferencial entre los tipos de cambio libre y controlado, sin embargo no podrá variarse de caso en caso.

En el mismo anexo C del Manual Operativo se establece la tabla de condiciones y porcentajes de descuento para la utilización del mecanismo de sustitución de deuda pública por inversión en donde establece 8 categorías con distintos tipos de descuentos que van del 0% al 25% de acuerdo con las características que presenten las empresas a ser capitalizadas o los nuevos proyectos de inversión.

---

(\*) En el anexo C. del Manual Operativo se presenta una tabla de descuentos en donde toman valores las variables di, po y do, dependiendo del precio en el mercado del papel a utilizarse y del diferencial del tipo de cambio libre y controlado.

Existe discrepancia entre las fuentes consultadas en cuanto al descuento promedio con el que se realizaron las operaciones en esta primera etapa de swaps en México, que van del 11%(7) al 17%(8).

En cuanto al volumen de operaciones en 1986 se autorizaron 45 operaciones por un monto nominal de 608 millones de dólares, de enero a abril de 1987 se autorizaron 27 operaciones por un monto nominal de 345.4 millones de dólares(9), mientras que en el período de 1986-1988 se autorizaron 3,872 millones de pesos (10).

El monto invertido representó el 16 por ciento de la inversión extranjera total acumulada a diciembre de 1988, del cual el 48 por ciento provino de Estados Unidos, 14 por ciento, de Inglaterra, y el 38 por ciento restante, de otros países (11).

Los sectores involucrados en las operaciones fueron:

#### **CUADRO 6**

---

#### **Montos operados durante el programa de swaps en México**

---

	<b>Monto</b>	<b>%</b>
Turismo	1,183	31
Automóviles y Transporte	616	16
Bienes de Capital	446	12

Maquiladoras	438	11
Electrónica	185	5
Productos no Metálicos	170	4
Agropecuario y Alimentos	148	4
Metálica Básica	147	4
Textil y Artículos de Piel	122	3
Petroquímica y Química	108	3
Otros sectores	309	7

---

FUENTE: CEESP, publicado en el periódico El Financiero del 10 de Julio de 1990, p. 44.

En general, los resultados del programa de intercambio de deuda pública por inversión no fueron del todo satisfactorios para el país, debido a la poca experiencia en el manejo de este tipo de instrumentos y al ambiente inflacionario e incierto que prevalecía en la economía mexicana durante el período en el cual se aplicó el programa lo que ocasionó:

- Desajustes presupuestales por el pre-pago de la deuda.
- Mayor costo financiero del sector público por el cambio de deuda externa contratada a tasas internacionales por deuda interna a tasas de interés domésticas mayores.
- Aumento en las tasas nominales de interés domésticas.

- Desajuste en el mercado cambiario, presentándose el efecto "bicicleta".
- Presiones inflacionarias adicionales ocasionadas por el crecimiento del crédito interno.

(véase cuadro 7)

Por lo anterior y el manejo especulativo que se presentó en las operaciones el Gobierno Mexicano decidió suspender el programa en 1988.

#### CUADRO 7

#### INDICADORES ECONOMICOS DE MEXICO (1986-1989)

AÑO	RESERVAS INTERNAL.	INFLACION ANUAL	CETES CIERRE	DEFICIT FISCAL % PIB.	T.C VTA.
1986	6,791	105.8%	99.21	16.0	921.00
1987	13,715	159.2%	121.84	16.1	2,260.00
1988	6,588	51.7%	52.30	12.3	2,330.00
1989	6,860	19.7%	40.56	6.0	2,692.00
1990	5,643	24.9%	36.92	1.5	2,845.20

FUENTE: INDICADORES ECONOMICOS BANCO DE MEXICO, MEXICO.

## **EL PROGRAMA DE 1990**

Dentro del convenio acordado entre Gobierno Mexicano y la banca comercial en 1989, se establece la reanudación de las operaciones de swaps en México, así, el 30 de marzo de 1990 el Gobierno Mexicano da a conocer las nuevas reglas del nuevo Programa de Deuda Pública por Capital.

Este programa permitiría al Gobierno Mexicano obtener una reducción adicional de 3 mil 500 millones de dólares en el valor nominal de su deuda pública externa con la banca comercial, en un período de 3 años y medio.

La instrumentación y operación del programa estará a cargo y bajo la responsabilidad de un comité técnico intersecretarial, que estará integrado por representantes de las Secretarías de Hacienda y Crédito Público, de Programación y Presupuesto, de Comercio y Fomento Industrial y de la Contraloría General de la Federación, así como del Banco de México.

Entre las principales características del programa destacan:

- El programa estará abierto a toda persona física o moral del país y del extranjero.
- La deuda pública que podrá utilizarse para intercambio será la suscrita en el paquete financiero 1989-1992 con la banca comercial internacional.

- Los derechos de intercambio de deuda pública por capital serán asignados a través de un mecanismo de subastas.
- El descuento mínimo que los postores deberán ofrecer para participar en las subastas será del 35 por ciento (mismo que otorgaron los bancos comerciales internacionales que eligieron la opción de reducción de principal).
- Los derechos de intercambio se asignarán a aquellos postores que ofrezcan los mayores descuentos.
- Los derechos de intercambio podrán ser transferibles, pero sólo podrán ser utilizados para proyectos u operaciones aprobados por el Gobierno Federal.
- Antes de que un proyecto u operación pueda ser sometido a consideración del Comité Técnico Intersecretarial deberá ser sancionado, por escrito, por la dependencia coordinadora del sector en el que se piense llevar a cabo la inversión.
- Las convocatorias para cada subasta serán dadas a conocer en su oportunidad por el Comité Técnico Intersecretarial.

Según el diseño de este nuevo programa, los posibles efectos inflacionarios de los swaps tradicionales, financiados con emisión primaria o con colocación de deuda interna, deberán quedar eliminados, ya que en el programa los derechos de intercambio son aplicables exclusivamente a la enajenación de algunos activos no prioritarios del sector público, sujetos a



desincorporación y a la inversión en proyectos de infraestructura aprobados por el Gobierno Mexicano.

Es decir, en el primer caso el gobierno recibe títulos de deuda externa como pago de los activos o acciones de aquellas empresas que ha decidido desincorporar del sector paraestatal, mientras que en el caso de los proyectos de infraestructura, se sustituyen gastos que de cualquier forma tendría que realizar el sector público, por recursos provenientes del sector privado.

De acuerdo a estimaciones de la Secretaría de Hacienda, el intercambio de los 3 mil 500 millones de dólares de la deuda pública externa por inversión, tendrá un efecto meramente marginal sobre el conjunto de la economía nacional y sus efectos monetarios no generarán presiones inflacionarias.

La consecuente "monetización" que implica cualquier operación de swaps tendrá una influencia estimada, equivalente en pesos a 533 millones de dólares para el primer año, alrededor de 0.2% del PIB, y el efecto estimado para el período de 3 años será por el equivalente a mil 600 millones de dólares, que representan el 0.7% del PIB (12).

De acuerdo a la información disponible, el monto autorizado de 3 mil 500 millones de dólares para un período de 3 años, se operó durante el primer año y se asignó en tan sólo 3 subastas con descuentos superiores al 40%, lo que muestra la cantidad de inversionistas potenciales que estaban dispuestos a participar en este tipo de esquemas.

### REFERENCIAS PARTE 1.3

- 1) Programa de Capitalización de Pasivos en América Latina; S.H.C.P., México, Junio de 1987.
- 2) Maldonado, Javier. Programas de intercambio de deuda por acciones: La experiencia chilena; Banco de México, Boletín de Economía Internacional, vol. XIII, núm. 2, abril-junio 1987, p.p. 37.
- 3) Debt-equity swaps: The panel of experts; The Economist, 1988-89, Chapter 18, p.p. 184.
- 4) =1)
- 5) Manual Operativo para la Capitalización de Pasivos y Sustitución de Deuda Pública por Inversión; S.H.C.P., SECOFI y Comisión Nacional de Inversiones Extranjeras, México 1986.
- 6) =5)
- 7) =1)
- 8) Programas de swaps en México, Boletín Económico Mensual Multibanco Comermex, Estudios Economicos, Junio de 1990, año 4, vol. 11.
- 9) =1

10) Se reanuda lo swaps; Centro de Estudios Económicos del Sector Privado, en El Financiero, México, 10 de julio de 1990, p.p. 44.

11) =10

12) Gurría Treviño, José A. en El Financiero, 18 de Octubre de 1990, p.p. 6.

## **II. IMPLICACIONES ECONOMICAS DE LAS OPERACIONES DE CANJE DE DEUDA POR INVERSIÓN**

La evaluación del impacto económico de las operaciones de canje requiere de la consideración de sus efectos sobre:

- Los agregados monetarios
- La inversión extranjera y asignación eficiente de recursos
- El déficit público
- La balanza de pagos
- El mercado de bonos y las tasas de interés
- El sector real, crecimiento económico.

Sin embargo, antes de iniciar el análisis del impacto de los swaps, es importante considerar dos elementos:

- a) El grado de "adicionalidad" que generará la operación sobre la inversión extranjera. Es decir, su potencial para atraer inversión extranjera que de otra forma no ingresaría al país; y
- b) Las alternativas que tienen los países deudores para absorber los descuentos disponibles en los mercados secundarios.

Ya que sin la generación de adicionalidad en la inversión extranjera, los beneficios de sustituir deuda por inversión se limitarían prácticamente a facilitar el acceso a los países en desarrollo a los descuentos con que se cotiza su deuda en el mercado secundario, lo que haría difícil suponer a primera instancia, que el obtener el descuento compensaría los costos generados por la introducción del esquema en términos de inflación, distorsión en la asignación de recursos, tasas de interés, déficit fiscal, etc... Costos que podrían superar el beneficio de obtener un descuento en el prepago de la deuda externa.

El grado de adicionalidad en un esquema de canje está determinado, entre otros factores por:

- 1) Los cambios en las tasas de retorno relativas, esto es, el retorno efectivo del capital invertido en el país deudor, incluyendo la diferencia entre el descuento con el que el inversionista compra el adeudo y al que lo vende al gobierno receptor.
- 2) Las expectativas económicas del país y la percepción de riesgo-país, es decir si el mercado emite señales de que la posición económica, financiera y política del país está mejorando y de que existe una actitud más abierta y receptiva hacia la inversión extranjera directa, se fomentará la entrada de capital adicional.
- 3) El marco regulador de las operaciones de swaps, ya que éste tiene como objetivo principal en algunos casos la maximización del

descuento y en otros asegurar la adicionalidad en la inversión extranjera.

Por el lado del descuento que puede obtener el inversionista, hay que considerar que los descuentos disponibles en los mercados secundarios de la deuda de países en desarrollo han beneficiado en su mayor parte al inversionista extranjero, ya que la porción del descuento que ha sido absorbida por los países deudores ha sido marginal en relación a su valor a la par.

Adicionalmente hay que considerar que en algunos casos existen restricciones de tipo contable y legal cuando los deudores prepagan directamente su deuda, consistentes en que los bancos deberán valorar el resto de sus carteras con el descuento obtenido en el mercado.

A continuación se analizan los efectos monetarios de la introducción de los programas de swaps.

## **II.1. IMPACTO MONETARIO.**

Las operaciones de swaps significan un prepagado de la deuda externa para los países deudores, la obtención de recursos para liquidar el swap puede provenir de distintas fuentes. Algunas formas de financiar las operaciones pueden tener implicaciones sobre la política monetaria del país deudor.

A fin de analizar los efectos que las operaciones de swaps tienen sobre la política monetaria, y en concreto sobre la oferta de dinero de los países deudores, se analizan los componentes de la oferta monetaria para poder detectar en que forma impactan los swaps a los componentes de la ésta.

Partiendo de que la cantidad de dinero existente en una economía, es decir la masa monetaria, que se define como oferta de dinero, es igual al total de circulante en poder del público más los depósitos del público en bancos, se podría expresar como:

$$M = C + D \quad (1)$$

En donde: M=Oferta de Dinero

C=Circulante en poder de público

D=Depósitos del público

De acuerdo a la ecuación (1), tanto el público como los bancos comerciales tienen influencia en la determinación de la oferta monetaria. Sin embargo, la mayor influencia en la determinación de la oferta monetaria la tiene el banco central quien realiza la creación de dinero y establece el monto de **M**.

La influencia del público la realiza a través de su decisión en cuanto a mantener efectivo o bien realizar depósito en algún banco comercial,  $C/D = c$ , en donde **c** representa las tenencias de efectivo en relación a los depósitos que el público desea mantener, denominándola como la relación efectivo-depósitos.

La influencia de los bancos comerciales se resume a través de la relación entre las reservas que desean mantener sobre los depósitos que reciben del público  $R / D = r$ , denominado como la relación reservas-depósitos.

El comportamiento del banco central influye a través del establecimiento del stock de dinero o la base de dinero existente. La base monetaria consiste en el total de efectivo en circulación más los depósitos que los bancos comerciales mantienen en el banco central. Es decir, la base monetaria constituye el pasivo del banco central.

Con lo anterior es posible expresar la base monetaria de la siguiente manera:

$$B = C + R \quad (2)$$

En donde: B=Base monetaria

C=Circulante en poder del público

R=Reservas o encajes bancarios

Simplificando el modelo se define la relación entre la oferta y la base monetaria como el multiplicador monetario, expresándolo como:

$$m = \frac{M}{B} = \frac{C + D}{C + R} \quad (3)$$



Suponiendo que por definición la oferta monetaria es función de la base y el multiplicador, la expresión sería:

$$M = mB \quad (4)$$

Con esta ecuación (4) es posible decir que cualquier variación en la oferta monetaria tiene su origen y puede expresarse en función de variaciones en la base monetaria, en el multiplicador o en ambos.

Sin embargo, aun cuando algebraicamente tanto las variaciones relativas en **m** como en **B** tendrían efectos idénticos sobre **M**, la evidencia empírica de la mayoría de los países muestra que en general, las tendencias de mediano y largo plazo de la oferta monetaria se explican preponderantemente por la tendencia de la base monetaria.

Para el caso de México, en los años de 1987 y 1988, la causalidad de las variaciones en la oferta de dinero definida como **M1** entre el multiplicador y la base se tiene en promedio para el período, que fueron del 67.4% a causa de la base y el 32.6% causa del multiplicador aproximadamente. (véase cuadro 8)

Dada la importancia que habitualmente tiene la base monetaria en la explicación de los fenómenos monetarios, en esta parte del trabajo se presentan sus determinantes directos a fin de analizar de que forma las operaciones de conversión de deuda impactan a estos componentes de la base y por lo tanto a la misma base y oferta monetaria.

**CUADRO 8**

**CAUSAS DE LA VARIACION DE M1**

Variaciones porcentuales respecto al mismo periodo del año anterior(1)

	TRIMESTRES DE 1987				TRIMESTRES DE 1988			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Variación en M1	79.7	97.6	116.6	134	138.4	137.6	114.1	75.4
Debida al multiplicador	28.8	31.8	42.8	50.2	42.2	28.5	38.3	30.3
Debida a la base monetaria	49.4	65.6	75.7	80.9	95.8	115.2	80.5	46.7

(1)Promedios ponderados en base a saldos corrientes de fin de mes.

FUENTE: BANCO DE MEXICO, INFORME ANUAL 1988, MEXICO.

Por lo anterior y para hacer más claros los impactos, se supone como una variable exógena y constante el multiplicador.

El balance contable de un banco central, ofrece un punto de partida para la definición de los componentes y determinantes de la base monetaria.

### **BALANCE SIMPLIFICADO DEL BANCO CENTRAL**

---

<b>ACTIVOS</b>	<b>PASIVOS</b>
Reservas Internacionales (Ri)	Emisión de billetes y
Préstamos al gobierno (Pg)	monedas (Cp + Cb)
Préstamos a bancos (Pb)	Depósitos de bancos (Db)
	Depósitos del gobierno (Dg)
	Obligaciones con el
	exterior (Oe)

---

Definiendo la base por sus usos se tiene:

$$B = Cp + Cb + Db + Dg + Oe \quad (5)$$

Las tenencias de billetes y monedas se desagrega en Cp y Cb, circulante en poder del público y en poder de bancos, respectivamente.

Definiendo la base por sus fuentes se tiene:

$$B = RI + Pg + Pb \quad (6)$$

mediante la identidad contable del balance del banco central, se tiene que:

$$RI + Pg + Pb = Cp + Cb + Db + Dg + Oe \quad (7)$$

de donde se deduce, reordenando los términos que:

$$(RI-Oe) + (Pg-Dg) + Pb = Cp + Cb + Db \quad (8)$$

esta expresión (8) muestra que la base monetaria, cuyos usos finalmente se distribuyen entre el público, **Cp** y los bancos comerciales **Cb + Db** es igual a la suma de las fuentes de la base que las constituyen las reservas internacionales netas (**RI-Oe**), el endeudamiento neto del gobierno con el banco central (**Pg-Dg**), más los préstamos que el banco central haya otorgado a los bancos **Pb**.

Simplificando la notación, se designan a estas tres fuentes con referencias dependiendo el sector de donde provienen utilizando **X**(externo), **G**(gobierno) y **P**(privado), se tiene:

$$B = X + G + P \quad (9)$$

o bien expresando (9) en términos de variaciones resulta:

$$\Delta B = \Delta X + \Delta G + \Delta P \quad (10)$$

En el cuadro 9 se muestra la base monetaria del Banco de México para 1986, 1987 y 1988, a fin de ver la composición de la base y poder proceder al análisis de los efectos de las operaciones de swaps sobre la oferta de dinero.

### **II.1.1. IMPACTO MONETARIO DIRECTO.**

Como impacto monetario directo se definen a aquellos efectos que tengan las operaciones de swaps en forma directa sobre alguno de los componentes de la oferta monetaria.

El primer problema que surge para los gobiernos deudores es el obtener los recursos necesarios para liquidar el swap. La forma en que se liquida al inversionista extranjero puede ser:

#### **CAPITALIZACION DIRECTA**

En el caso de una capitalización directa de una empresa deudora en donde ésta liquida sus pasivos con acciones, ya sea con nueva emisión o con la redistribución de la participación accionaria existente, no se registra ningún impacto sobre la base monetaria, es decir, no existe expansión de la oferta monetaria.

CUADRO 9

BASE MONETARIA

Saldos en miles de millones de pesos(1)

	1986	1987	1988
USOS DE LA BASE MONETARIA	8390.4	14285.2	20334.5
Billetes y monedas en poder del público	3059.1	7318.5	13164.4
Depósitos bancarios	5331.3	6966.7	7170.1
FUENTES DE LA BASE MONETARIA	8390.4	14285.2	20334.5
Disponibilidad en oro, plata y divisas	6214.1	30305.8	14969
Financiamiento neto al sector público	9862.6	9865.8	31464.6
Financiamiento al sistema financiero	-1400.3	-4165.4	-4476.3
Saldo neto de otros conceptos	-6286	-21720.8	-21622.8

(1)Saldos a diciembre de cada año

FUENTE: BANCO DE MEXICO, INFORME ANUAL 1988, MEXICO.

Si la empresa liquida la cancelación de su deuda externa con efectivo, tampoco existiría expansión monetaria ya que la liquidación se haría con recursos ya existentes en la economía en forma de: circulante en poder del público y o circulante en poder de bancos.

Si es el Banco Central quien suministra los recursos para la cancelación de la deuda, éste tiene las siguientes opciones de financiar las operaciones. emitir circulante, expandir el crédito interno o disminuir el nivel de reservas internacionales.

### **EMISION DE CIRCULANTE**

En el caso de que el Banco Central decidiera financiar la operación con una nueva emisión de circulante, se daría una expansión en la base monetaria, y por lo tanto en la oferta de dinero lo cual implica una mayor liquidez en la economía lo que podría implicar presiones inflacionarias.

Esquemmatizando el efecto de acuerdo a la ecuación (5):

$$\uparrow B = \uparrow C_p + C_b + D_b + D_g + O_e$$

Ceteris paribus, un incremento en el circulante en poder del público implica un incremento en la base monetaria.

## **EXPANSION DEL CREDITO INTERNO**

Si el banco otorga crédito interno ya sea a través de crédito al gobierno o bien como crédito al sector bancario, se da al igual que en el caso anterior un impacto expansivo en la base monetaria, en este caso por el lado de sus fuentes, según ecuación (6).

$$\uparrow B = R_i + \uparrow P_g + \uparrow P_b$$

En este caso, la expansión del crédito interno, ceteris paribus, significa una expansión en la oferta de dinero con posibles efectos sobre el nivel de precios.

## **DISMINUCION EN EL NIVEL DE RESERVAS INTERNACIONALES**

La pérdida de divisas originada por la introducción del programa de canje se refleja en una menor acumulación de reservas internacionales del país. El impacto monetario que significa esta pérdida de reservas tiene dos efectos sobre la base: Primeramente la disminución de reservas significaría una demonetización de las mismas disminuyendo el nivel de la base, sin embargo, cuando las reservas sean canjeadas por moneda doméstica se dará una expansión del circulante que compensaría el efecto anterior.

Ante la pérdida de divisas resultante del programa, la autoridad monetaria puede orientar la política monetaria a manera de evitar un impacto en las reservas internacionales. En una primera etapa se aumentan las reservas



internacionales por arriba de la meta fijada con su consecuente monetización, contrarrestando ésta con la reducción del crédito doméstico. En una segunda etapa se permite la disminución de las reservas como consecuencia del programa y se vuelve a la composición original de la base.

Resumiendo este efecto, ante una etapa de canje sin adicionalidad, y bajo los supuestos anteriores, las opciones que tiene el gobierno para no desequilibrar su política monetaria son: 1) reducir la acumulación de reservas para guardar el equilibrio monetario; y 2) adoptar medidas monetarias, fiscales y cambiarias que permitan alcanzar la meta fijada de reservas.

En el supuesto de que exista adicionalidad en el programa, bajo una situación en la cual toda la inversión extranjera ingresara al país a través de swaps. El efecto sobre las reservas internacionales, es igual al del caso anterior, es decir se registraría una pérdida de divisas para liquidar el swap. Sin embargo, dado que los montos totales canjeados son mayores y debido a que éstos son financiados por el Banco Central, el impacto monetario es siempre superior al que se habría observado en ausencia del programa.

Existe la posibilidad de que las autoridades soliciten endeudamiento externo adicional a fin de compensar la pérdida de divisas originados por la liquidación de pasivos. En este caso el Banco Central se ve forzado a monetizar tanto el aumento de las reservas como la operación de canje y se

tiende a una expansión de la oferta monetaria mayor a la de los casos anteriores.

Adicionalmente en este caso, se obtendría el beneficio del descuento, el del ingreso de inversión extranjera pero se perdería la disminución de pasivos externos o inclusive podría aumentar.

Por supuesto, la posibilidad de que el impacto monetario de la conversión de deuda en acciones sea esterilizado depende en buena medida de las magnitudes involucradas.

Blackwell y Nocera(1), concluyen que la conversión de una pequeña parte de la deuda externa en acciones puede resultar en un aumento significativo de la oferta monetaria. El cuadro 10 muestra las estimaciones de los investigadores, sobre el impacto en la oferta monetaria doméstica de un grupo de países deudores -incluido México- ocasionado con la conversión por inversión del 5% de su deuda externa.(véase cuadro 10)

Por otra parte Guzmán y Marino(2), realizando una estimación similar llegan a conclusiones coherentes con el trabajo de Blackwell y Nocera. (véase cuadro 11)

Las cifras de la columna 3 de ambos cuadros indican la dimensión del problema que enfrentan las autoridades monetarias domésticas al realizar las conversiones de deuda. El ejemplo más significativo es México, en

donde la conversión de un 5% de su deuda externa, resultaría, ceteris paribus, en un aumento mayor del 58% en su oferta de dinero.

La magnitud del efecto mucho depende de la capacidad de absorción interna que tenga la economía de la expansión monetaria que se registra, lo cual a su vez depende del grado de desarrollo de los mercados financieros.

### **II.1.2. IMPACTOS MONETARIOS INDIRECTOS**

Se define como impactos monetarios indirectos, aquellos efectos que provienen de alteraciones en los determinantes indirectos de la oferta monetaria.

### **IMPACTO SOBRE LAS FINANZAS PUBLICAS**

Es un hecho que las políticas monetaria y fiscal guardan una estrecha relación en los países en desarrollo. Lo anterior obedece al bajo grado de desarrollo de sus mercados financieros y a las deficiencias de sus sistemas tributarios, que en muchas ocasiones fuerzan un financiamiento elevado del gasto público a través del Banco Central.

**CUADRO 10**

**IMPACTO MONETARIO POTENCIAL DE LA CONVERSION DE DEUDA POR INVERSION A TRAVES DE LA CREACION DE DINERO**

	DEUDA PUBLICA TOTAL	OFERTA MONETARIA	EFEECTO POTENCIAL EN
	CON LA BANCA	M1	M1 DE UN CANJE DE 5%
	COMERCIAL		
	miles de millones de dls.	miles de millones de dls.	%
ARGENTINA	31.3	4.5	35.8
BRASIL	78.8	12.1	32.62
MEXICO	73.7	6.3	58.5
FILIPINAS	14.1	2.1	33.8

FUENTE: BLACKWELL Y NOCERA, DEBT EQUITY SWAPS, IMF, 1987

**CUADRO 11**

**IMPACTO MONETARIO POTENCIAL DE LA CONVERSION DE DEUDA POR INVERSION A TRAVES DE LA CREACION DE DINERO**

	DEUDA PUBLICA TOTAL	OFERTA MONETARIA	EFEECTO POTENCIAL EN
	CON LA BANCA	M1	M1 DE UN CANJE DE 5%
	COMERCIAL		
	miles de millones de dls.	miles de millones de dls.	%
ARGENTINA	29.3	4.5	32.8
BRASIL	52.8	11.3	23.4
CHILE	9	1.2	37.5
MEXICO	61.2	6.2	58.8

FUENTE: GUZMAN Y MARINO, BANCO DE MEXICO, 1988, MEXICO.

A manera de ejemplo el cuadro 12 muestra el financiamiento del déficit del sector público en México en el año de 1988 en donde se observa que el Banco de México participa con más del 40% del financiamiento interno.

De esta forma en la medida que las operaciones de canje afectan las finanzas públicas, tienden a afectar en forma indirecta a los agregados monetarios.

Por otra parte las operaciones de canje de deuda por inversión implican un subsidio al inversionista extranjero, sin embargo no es completamente claro a primera vista cómo se distribuye la absorción del subsidio entre las partes involucradas, el banco acreedor y el gobierno deudor.

Definir la postura del gobierno deudor ante la absorción del subsidio es importante por las implicaciones que tiene sobre la política fiscal. Habría también que cuestionarse bajo la máxima de economía política de: "recursos escasos y fines múltiples" si se justifica la utilización de recursos presupuestales para subvencionar la inversión extranjera, ante la existencia de carencias sociales.

**CUADRO 12****FINANCIAMIENTO DEL DEFICIT DEL SECTOR PUBLICO**  
miles de millones de pesos

CONCEPTO	1988
Requerimientos Financieros	
Totales del Sector Público	48,303
Financiamiento Interno Neto	62,883
Banco de México	23,503
Banca Múltiple	3,791
Sector Privado	25,589
Por valores del Gobierno	22,183
Por Obligaciones de la Banca de Desarrollo	3,406
Financiamiento Externo Neto	-4,581
millones de dólares	-2,021

FUENTE: BANCO DE MEXICO INFORME ANUAL DE 1988, p. 219.

## **EMISION DE BONOS**

Entre las fuentes de obtención de recursos que tiene el gobierno se encuentra el financiamiento del sector privado que se realiza a través de la emisión de bonos, en México principalmente Certificados de la Tesorería, CETES.

La emisión de bonos para liquidar el papel de deuda al inversionista extranjero que previamente lo adquirió en el mercado secundario, tiene implicaciones presupuestales así como sobre las tasas de interés.

De hecho, la operación representa la conversión de deuda externa por pasivos internos, esta deuda interna típicamente paga una tasa de interés mayor a la que se paga por el título de deuda externa. Esto da lugar a presiones adicionales sobre el gasto presupuestal que pueden ocasionar un mayor déficit fiscal.

Este posible impacto sobre el déficit fiscal podría implicar un aumento en el crédito interno que el banco central otorga al gobierno lo que significaría una expansión en la oferta monetaria.

Adicionalmente hay que considerar que el aumento en la demanda de crédito por parte del gobierno implica una presión al alza de las tasas de interés lo cual tiene entre otros los siguientes efectos:

## **II.2 OTRAS IMPLICACIONES DE LOS SWAPS**

En el campo microeconómico, los agentes reajustan su comportamiento en cuanto tenencias de circulante y depósitos debido a que a mayores tasas de interés, mayor es el premio de mantener depósito de renta, lo cual tendría implicaciones en la composición del multiplicador monetario y por ende sobre la oferta monetaria.

Por otra parte se verían alteradas sus decisiones de consumo presente por consumo futuro las cuales están en parte en función del premio que representa sacrificar el consumo presente. Mayores tasas de interés significan un mayor premio para quien decide ahorrar y consumir en el futuro a cambio de consumir hoy.

El cambio en el nivel de las tasas domésticas también implica alteraciones en las decisiones corporativas, por ejemplo, en la estructura del capital en donde habrá que considerar que será más costoso entre el financiamiento de terceros en relación al capital propio. Y en la consideración de la tasa que se requiere como tasa interna de retorno de nuevos proyectos de inversión.

El aumento que podría registrarse en las tasas de interés podría desplazar inversiones que de no haberse incrementado las tasas de interés si se hubiesen realizado.



## **INVERSION EXTRANJERA.**

Aparentemente existe un impacto positivo sobre los montos de inversión extranjera registrados en los países deudores derivado de las operaciones de conversión de deuda. Sin embargo hay que considerar si efectivamente los swaps generan recursos adicionales en la inversión extranjera en relación a la inversión que hubiera ingresado al país en ausencia del programa.

O si por el contrario, dado que las solicitudes de canje de deuda han alcanzado montos mayores a aquellos que podrían autorizarse prudentemente por razones macroeconómicas, algunos inversionistas potenciales quedan excluidos de los beneficios que representa realizar el SWAP.

Estos inversionistas marginados del programa, retrasan su inversión esperando a que se dé una nueva ronda de autorizaciones, es decir, prefieren retardar la realización de las inversiones a fin de llevarlas a cabo con el subsidio implícito que la operación implica.

En estos casos los swaps actúan como un mecanismo inhibitorio de la inversión extranjera, ya que el número de proyectos que se posponen es mayor al de proyectos que se ejecutan.

## **TIPO DE CAMBIO**

Cuando la participación de los inversionistas no se restringe a extranjeros, sino que pueden participar también inversionistas residentes, existe evidencia de que se da una distorsión sobre el mercado cambiario que es el ya citado efecto "bicicleta" o "round tripping" (viaje redondo) en donde se registra una salida de pesos para comprar dólares, realizar el SWAP y canjearlo por pesos más baratos. Por ejemplo, si se canjean 1,000 pesos por 300 dólares que representan el 70% de un título que vale 430 dólares, cuando el título se redime al país deudor, éste paga el 80% del título en pesos que serían 344, es decir con 300 pesos el inversionista compró 344 pesos.

## **II.3. CONCLUSIONES**

Como parte final del trabajo y dado el análisis anterior es posible concluir que:

- 1.- El estudio del impacto económico de los programas de canje de deuda por inversión requiere del seguimiento de sus efectos directos e indirectos, sobre distintas variables del sector financiero y del sector real, a niveles macro y microeconómico.
- 2.- Aunque los swaps surgen como una posible solución alternativa al problema de la deuda externa, parece evidente que el mecanismo de canje de deuda por inversión no es "la solución" al problema de la deuda. Es como en la actualidad son todos los instrumentos de política

económica, un mecanismo que plantea un camino alternativo cuya viabilidad y efectividad sólo se da en combinación con otros instrumentos.

- 3.- No es completamente claro que la compra de deuda con un descuento relativamente pequeño como el que se ha obtenido generalmente a través de los programas de debt-equity swaps resulte benéfico para el país deudor. Aun con la presencia de adicionalidad en la inversión extranjera y con el remoto supuesto de que los swaps sean la única vía para que los países en desarrollo adquieran su deuda externa a descuento, no es posible asegurar un impacto neto positivo de los programas. Los esquemas de conversión afectan a la economía a través de diversos mecanismos, cuyos efectos pueden ser benéficos o adversos y que guardan un alto grado de interrelación entre sí.
- 4.- Los swaps tienen efectos monetarios importantes. Excepto en el caso de tratarse de una capitalización directa, existe evidencia que tienen un impacto expansivo en la oferta monetaria que podría implicar presiones inflacionarias para los países deudores.

La política del monetaria del país deudor se ve afectada en la medida en la que el Banco Central, al emitir circulante o al otorgar crédito interno, provoca una mayor liquidez en la economía.

- 5.- Sobre la inversión extranjera no es claro si los swaps actúan como agente incentivador ó por el contrario inhiben la inversión extranjera.

6.- Los organismos de Bretton Woods reconocen la problemática macroeconómica derivada de las operaciones de swaps, por lo que ninguno los propone como solución al problema de la deuda. Es más de hecho sus recomendaciones sobre el control de la expansión de las variables monetarias y del crecimiento de la deuda interna implícitamente los limita y acota como solución.

7.- Sin embargo, existe evidencia de que se han dado experiencias exitosas de operaciones de canje -concretamente el caso chileno- concluyendo que el éxito de cualquier programa de capitalización de pasivos requiere del cumplimiento por parte de los países deudores de ciertas condiciones económicas como:

- La existencia de ahorro interno que permita a la economía ser capaz de absorber con recursos propios la emisión de deuda interna que pudiera emitir el gobierno a fin de financiar la liquidación de sus pasivos.

- Equilibrio externo
- Reducido déficit fiscal
- Estabilidad de precios
- Tasas de interés reales positiva

Y en general que su situación económica esté evolucionando positivamente, que cuente con un buen marco de política macroeconómica y que existan buenas perspectivas de demanda interna.

En los casos en que cumplen en general con las condicionantes anteriores, los swaps pueden coadyuvar a fortalecer la recuperación de las economías de los países en desarrollo.

### **LIMITACIONES Y PROBLEMAS DEL TRABAJO.**

La limitante principal del presente trabajo es que no se presenta un análisis econométrico que permita la cuantificación de los efectos antes descritos, lo anterior debido a que:

- Se encontró una importante incongruencia de datos en cuanto a los montos operados y los descuentos registrados en el mercado, dependiendo de la fuente consultada.
- No existe un número de observaciones suficientes para conformar una base de datos confiable que permitiera realizar las regresiones correspondientes.
- Sin embargo, el presente trabajo contribuye con el análisis teórico de este tipo de operaciones y de sus principales efectos económicos, pudiendo servir como base para una investigación futura cuando se cuente con una base de datos que permita obtener resultados más confiables.

Adicionalmente habría que mencionar que cada operación de canje se realiza bajo condiciones diferentes, es decir, prácticamente no existen

operaciones estándar o típicas. P. ej. La participación de un Banco Central para comprar títulos en el mercado secundario, se puede dar y justificar en un momento dado, sin embargo esto no significa la participación del Banco en todas las operaciones.

Lo anterior implica que el análisis de un tipo de operación no necesariamente es válido para otra operación.

## **REFERENCIAS PARTE II.**

- 1) Blackwell Michael and Nocera Simon, Debt/Equity Swaps, International Monetary Fund, November 12, 1987
- 2) Guzmán C. Javier, Marino L. Roberto, Implicaciones para la política monetaria de las operaciones de conversión de deuda externa por activos reales, Banco de México, Dirección de Organismos y Acuerdos Internacionales, Documento n. 27, México, Febrero 1988.

## BIBLIOGRAFIA

### LIBROS Y PLUBLICACIONES PERIODICAS:

Barro, J. Robert; Macroeconomics, John Wiley and sons, Inc. U.S.A. 1984.

Blackwell Michael and Nocera Simon, Debt/Equity Swaps, International Monetary Fund, November 12, 1987

Banco de México; Informe Anual, varios años, México, D.F.

-----; Indicadores Económicos, varios, México, D.F.

Centro de Estudios Económicos del Sector Privado; Se reanudan lo swaps; México, julio de 1990.

Claessens, Stijin y Van Wijnbergen, Sweden. Precios del mercado secundario en diversas estrategias de reducción de la deuda. Un enfoque de opciones en la determinación de precios con aplicación particular a México. El Trimestre Económico, Fondo de Cultura Económica, Vol. LVIII (2), México, Abril-Junio de 1991, núm. 230.

Diz, C. Adolfo, Oferta Monetaria: Un modelo simple aplicable en América Latina; Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, México, 1975.



Euromoney, Debt-Equity swaps in Mexico, January 1988, p.p. 43.

-----, Global Debt the equity solution, January 1988, p.p. 5.

Dombush, Rudinger, Macroeconomics; Mc.Graw-Hill Inc., U.S.A. 1978.

Friedman, Milton, Price Theory; Alianza Universidad, España, 1982.

-----, The role of monetary policy; The American Economic Review, Vol. LVIII, March 1968, Number 1, Washington D. C.

Guzmán C. Javier, Marino L. Roberto, Implicaciones para la política monetaria de las operaciones de conversión de deuda externa por activos reales, Banco de México, Dirección de Organismos y Acuerdos Internacionales, Documento n. 27, México, Febrero 1988.

Maldonado, Javier, Programas de canje de deuda por acciones: las experiencias chilena y mexicana, Banco de México, Dirección de Organismos y Acuerdos Internacionales, Docto. No. 23, México, enero de 1988.

-----, El mercado secundario de la deuda de los países en desarrollo, Banco de México, Dirección de Acuerdos y Organismos Internacionales, Docto. No. 42, México, Enero 1989.

-----, Programas de intercambio de deuda por acciones: La experiencia chilena; Banco de México, Boletín de Economía Internacional, vol. XIII, núm. 2, abril-junio 1987.

Multibanco Comermex S. N. C., Dirección de Estudios Económicos, Boletín Económico Mensual, Programas de swaps en México, México, Junio de 1990, año 4, No. 11.

Ovseas Development Concuil, U.S. Costs of third world recession: "They lose, we lose" en Policy Focus, num. 2, julio de 1984.

Raimond-Kedilhac Sergio, La Deuda Externa exige "una solución a las limitaciones de la economía", Síntesis y Expectativas Económicas, Organo de Análisis del Area de Entorno Económico del IPADE y de la Escuela de Economía de la Universidad Panamericana, México, D.F., Junio 1987, año 3, núm. 8.

Ritter, A. R. y Pollock, D. H. La crisis de la deuda latinoamericana: causas, efectos y perspectivas, en Comercio Exterior, Banco de Comercio Exterior, vol. 37, núm.1, México, enero de 1987, p.p. 18-26

Rodriguez, C. (1988), The strategy of buy backs: A theoretical analysis of the competitive case, J. Frenkel (comp), Analytical Issues in Debt, I.M.F., 1989.

Roberts, L. David, and Remolona, E. M.; Debt swaps: A technique in developing country finance, Group of Thirty, Finance for Developing Countries, New York, 1987.

Secretaría de Hacienda y Crédito Público; Programas de Capitalización en América Latina, México, junio de 1987.

Secretaría de Hacienda y Crédito Público, Secretaría de Comercio y Fomento Industrial y Comisión Nacional de Inversiones Extranjeras, Manual Operativo para la Capitalización de Pasivos y Sustitución de Deuda Pública por Inversión; México 1986.

Silva Herzog, Jesús, La Crisis de la Deuda ¿Ajustándose al pasado o planeando el futuro?, en El Mercado de Valores, Nacional Financiera, año XLVI, núm.15, México, abril 15 de 1986, p.p. 349-352.

-----, Jesús, Evolución y perspectivas de la deuda latinoamericana, en El Mercado de Valores, Nacional Financiera, año XLVI, Núm. 5, México, febrero de de 1986, p.p. 111-115.

The Economist, Debt-equity swaps: The panel of experts; special number, 1988-1989.

The World Bank, World Debt Tables, Vol. 1 y 2, Washington, D.C. 1990-1991.

Velasco, Andrés y Larraín, Felipe; La macroeconomía básica de los intercambios (swaps) de deuda; El Trimestre Económico, Vol. LVII (1), Enero-Marzo de 1990, núm. 25.

William, R. Cline, Debt and stability of the world economy, Washington, D. C. Institute for International Economics, 1983.

### **PONENCIAS Y DISCURSOS:**

Aspe, Armella Pedro; Intervención en la Tercera Sesión Plenaria de la XXX Reunión Anual de la Asamblea de Gobernadores del Banco Interamericano de Desarrollo, Amsterdam Holanda, 21 de marzo de 1989.

Brady, Nicholas; Discurso en la Conferencia sobre Deuda del Tercer Mundo organizada por la Brookings Institution y el Comité Bretton Woods, 10 de marzo de 1989.

Mulford, David C. Comparecencia ante el Subcomité de Desarrollo Internacional, Finanzas, Comercio y Política Monetaria de la Cámara de Representantes de los Estados Unidos, marzo de 1989.

Suárez Dávila, Francisco, Intervención en el Seminario sobre Capitalización de Pasivos, organizada por la revista Euromoney, Banamex, Bancomer, Banca Serfin, Libra Bank, Investment Bank, Operadora de Bolsa y Shearson Lehman Brothers, 26 y 27 de mayo de 1987.

Salinas de Gortari, Carlos; Mensaje de Toma de Posesión de la Presidencia de la Republica, México, 01 de diciembre de 1988.

**TESIS:**

Gerrero Veraza, Javier; El esquema swap en México, Universidad Panamericana, Tesis (Lic. Economía), México, 1991.

Negrete Cardenas, Sergio; Debt Overhang. fuga de capitales en la renegociación de la deuda externa de México con la Banca Comercial acreedora; Instituto Tecnológico Autónomo de México, Tesis (Lic. Economía), México, 1990.

**PERIODICOS (DIARIOS):**

El Economista

El Financiero

El Excelsior