

---

**PARTE III**  
**Uso de las estadísticas  
de la deuda externa**

# 15. Viabilidad de la deuda: Escenarios a mediano plazo y coeficientes de endeudamiento

## Introducción<sup>1</sup>

**15.1** La creación de deuda es una consecuencia natural de la actividad económica. Siempre existen algunas entidades económicas cuyo ingreso supera su consumo corriente y sus necesidades de inversión, mientras que otras presentan deficiencias a este respecto. Mediante la creación de deuda, ambos grupos pueden satisfacer mejor sus preferencias en materia de consumo y producción, estimulando con ello el crecimiento económico.

**15.2** La creación de deuda está fundamentada en el supuesto de que el deudor cumplirá con las condiciones del contrato de deuda. No obstante, cuando el ingreso del deudor es insuficiente, o no se cuenta con los activos necesarios para utilizarlos en caso de que resulte insuficiente, surgen problemas de deuda; el volumen de la deuda acumulada será tal que el deudor no podrá cumplir con sus obligaciones. En estas circunstancias, o cuando se prevén estas circunstancias, los beneficios derivados de los flujos financieros internacionales —tanto para los acreedores como para los deudores— podrían no percibirse plenamente. Por ello es necesario contar con procedimientos adecuados de gestión del riesgo en el país y mantener la deuda externa en niveles sostenibles.

**15.3** En este capítulo se examinan algunos instrumentos de análisis de la viabilidad, como los escenarios a mediano plazo, y la importancia de los indicadores de deuda para identificar problemas de solvencia y liquidez. Este examen es precedido por un breve análisis de los aspectos de solvencia y liquidez de la viabilidad.

<sup>1</sup>Este capítulo se basa en FMI (2000b), *Debt- and Reserve-Related Indicators of External Vulnerability* (Washington, 23 de marzo de 2000), que puede consultarse en <http://www.imf.org/external/np/pdr/debtres/index.htm>, y en la labor del Banco Mundial.

## Solvencia

**15.4** Desde el punto de vista del país, la solvencia puede definirse como su capacidad para cumplir en forma continua con sus deudas. Es relativamente fácil —aunque no muy útil— definir la capacidad de pago teórica de un país. En teoría, dando por supuesto que la deuda puede renovarse a su vencimiento, un país es solvente si el valor presente de los pagos netos de intereses no excede del valor presente de otras entradas en cuenta corriente (principalmente los ingresos de exportación) excluidas las importaciones<sup>2</sup>. En la práctica, los países interrumpen el servicio de su deuda mucho antes de alcanzar ese punto, es decir, cuando perciben que el costo de servirla es demasiado elevado en relación con sus objetivos económicos y sociales. Por consiguiente, en general el factor más importante es la voluntad de pagar, no la capacidad de pago teórica en términos macroeconómicos. No es fácil determinar si un país es solvente, ni si está dispuesto a pagar. La solvencia “se parece mucho a la honestidad: nunca puede probarse a ciencia cierta, y las pruebas toman tiempo”<sup>3</sup>.

**15.5** Al examinar los problemas de solvencia, es necesario tomar en cuenta las diversas repercusiones de la deuda del sector público y del sector privado. Si existe el riesgo de que el sector público deje de cumplir con sus obligaciones externas, podría producirse una fuerte reducción de los flujos financieros hacia todos los sectores económicos, pues los gobiernos pueden declarar una moratoria del reembolso de la deuda e imponer restricciones cambiarias. Un nivel apreciable de endeudamiento externo del sector público podría menoscabar la voluntad del gobierno para reembolsar la deuda del sector privado. Además, si se produce un incumplimiento en gran escala de las obligaciones del sector privado, podría

<sup>2</sup>Cuando se consideran las importaciones, debe tenerse presente que son endógenas y que podrían estar sujetas a fuertes compresiones (reducciones).

<sup>3</sup>Calvo (1996), pág. 208.

producirse también una marcada reducción de los flujos financieros, tras lo cual el gobierno podría intervenir imponiendo restricciones cambiarias, declarando una moratoria general de la deuda, o mediante operaciones de rescate. Pero los problemas de los prestatarios del sector privado podrían afectar exclusivamente a los respectivos prestamistas.

## Liquidez

**15.6** Los problemas de liquidez —que surgen cuando la escasez de activos líquidos afecta la capacidad de una economía para cumplir con sus obligaciones externas inmediatas— casi siempre se manifiestan en circunstancias que producen insolvencia o renuencia a pagar. No obstante, los problemas de liquidez también pueden surgir independientemente de los problemas de solvencia, tras producirse un “drenaje de liquidez autoalimentado” cuando los acreedores pierden confianza en una economía y llevan a cabo transacciones que producen presiones sobre las reservas internacionales del país<sup>4</sup>. Los problemas de liquidez pueden producirse, por ejemplo, debido a una disminución pronunciada de los ingresos de exportación, o a un aumento de las tasas de interés (externas y/o internas)<sup>5</sup> o del precio de las importaciones. La composición monetaria y de tasas de interés de la deuda, su estructura de vencimientos y la disponibilidad de activos para pagar las deudas son factores determinantes de la vulnerabilidad de una economía a las crisis de liquidez externa; estos factores se examinan en el siguiente capítulo. Ciertos mecanismos —como los “consejos” de acreedores— destinados a coordinar la labor de los acreedores pueden servir para prevenir o limitar los efectos de las crisis de liquidez ya que permiten compartir información y coordinar la adopción de medidas.

## Escenarios de deuda a mediano plazo

**15.7** Generalmente, el análisis de viabilidad de la deuda externa se realiza en el contexto de escenarios a mediano plazo. Estos escenarios son evaluaciones numéricas en las que se toman en cuenta las expectativas sobre el comportamiento de las variables económicas y otros factores para determinar las con-

<sup>4</sup>Para un análisis de las crisis autoalimentadas, véanse, por ejemplo, Krugman (1996) y Obstfeld (1994).

<sup>5</sup>Por ejemplo, cuando las tasas internas aumentan debido a la percepción de un deterioro de la capacidad crediticia de la economía.

diciones bajo las cuales la deuda y otros indicadores podrían estabilizarse a niveles razonables, los principales riesgos para la economía, y la necesidad de efectuar ajustes de política y el alcance de dichos ajustes. En general, la incertidumbre macroeconómica, como las perspectivas de la cuenta corriente, y la incertidumbre sobre las políticas, como la vinculada a la política fiscal, tienden a dominar las perspectivas a mediano plazo, y ocupan un lugar destacado en los escenarios preparados por el FMI en el contexto de las consultas del Artículo IV y en la formulación de los programas de ajuste respaldados por el FMI.

**15.8** El saldo en cuenta corriente es importante porque, si los déficit persisten, con el tiempo la posición del país frente al exterior podría hacerse insostenible (lo cual se reflejaría en una razón deuda externa/PIB cada vez mayor). En otras palabras, el financiamiento de grandes déficit en cuenta corriente mediante la emisión de instrumentos de deuda producirá un aumento progresivo de la carga de la deuda, lo cual podría reducir la solvencia y provocar vulnerabilidad externa desde el punto de vista de la liquidez, debido a la necesidad de reembolsar grandes montos de deuda.

**15.9** Una de las ventajas de los escenarios a mediano plazo es que la obtención de préstamos se examina dentro del marco macroeconómico general. Sin embargo, este enfoque puede ser muy sensible a las proyecciones de variables como el crecimiento económico, las tasas de interés y los tipos de cambio y, en particular, al mantenimiento de los flujos financieros, que podrían estar sujetos a cambios repentinos de dirección<sup>6</sup>. Por lo tanto, puede prepararse una amplia gama de marcos hipotéticos alternativos. Además, las pruebas de tensión —escenarios en los cuales se da por supuesto un cambio importante en una o más variables— pueden servir para analizar los riesgos más importantes generados por las fluctuaciones de estas variables o por cambios en otros supuestos, por ejemplo, por las variaciones de los precios de las importaciones o las exportaciones de petróleo. Las pruebas de tensión facilitan el análisis de la liquidez y proveen una base para formular estrategias orientadas a mitigar los riesgos identificados, como el fortalecimiento de la liquidez

<sup>6</sup>El análisis de los indicadores clave, como la cuenta corriente de la balanza de pagos, los déficit presupuestarios, etc., puede resultar especialmente útil para determinar la posibilidad de que se produzca un cambio de sentido de los flujos financieros.

mediante el aumento de las reservas internacionales, y/o la apertura de líneas de crédito contingente con prestamistas externos.

## Coeficientes de endeudamiento

**15.10** Los coeficientes de endeudamiento se han creado principalmente para facilitar la identificación de posibles riesgos relacionados con el endeudamiento, y de este modo respaldar una buena gestión de la deuda. Los indicadores de deuda en los escenarios a mediano plazo pueden sintetizar tendencias importantes. Estos indicadores se utilizan en el contexto de los escenarios a mediano plazo de la deuda, como se señaló antes, preferentemente desde una perspectiva dinámica, más que como medición “estática”. Los coeficientes de endeudamiento deben considerarse conjuntamente con las variables económicas y financieras clave, que determinan su evolución en los marcos a mediano plazo, especialmente el crecimiento económico previsto y las tasas de interés<sup>7</sup>. Otro aspecto fundamental a considerar es la medida en que se exige el cumplimiento de los contratos —es decir, en qué medida se respetan los derechos de los acreedores, los procedimientos de quiebra, etc.—, lo cual ayuda a garantizar que la deuda privada se contrate sobre una base apropiada. En general, la estructura de incentivos dentro de la cual se desenvuelve el sector privado puede afectar la calidad de las decisiones sobre obtención y otorgamiento de préstamos; por ejemplo, si existen o no incentivos que favorecen el financiamiento a corto plazo o en moneda extranjera.

**15.11** En consecuencia, existen problemas conceptuales para definir, de manera general, parámetros adecuados para los coeficientes de endeudamiento; en otras palabras, el campo de acción para fijar márgenes rigurosos para los indicadores de deuda es algo limitado. Si bien un análisis relacionado con otras variables macroeconómicas podría, con el tiempo, ayudar a desarrollar un sistema de alerta anticipada de posibles crisis de deuda o de dificultades en el servicio de la deuda, no resulta particularmente útil comparar el valor absoluto de los coeficientes globa-

les de deuda entre países heterogéneos. Por ejemplo, una razón deuda/exportaciones alta o baja en un año determinado puede tener escasa utilidad como indicador de vulnerabilidad externa; en cambio, es la evolución en el tiempo de la razón deuda/exportaciones la que refleja los riesgos relacionados con la deuda.

**15.12** En el caso de grupos más homogéneos de países y de la deuda del sector público, es más factible definir gamas para los indicadores relacionados con la deuda que indiquen si los coeficientes de deuda o del servicio de la deuda están alcanzando niveles que en otros países han provocado la suspensión o la renegociación de los pagos del servicio de la deuda, u obligado a los acreedores oficiales a considerar si el costo de mantener los actuales niveles de endeudamiento es demasiado elevado. Por ejemplo, la asistencia otorgada en el marco de la Iniciativa para los PPME se determina en base a una meta fijada para la razón deuda pública/exportaciones (150%) o para la razón deuda/ingreso fiscal (250%). En estos coeficientes se usa el valor presente de la deuda, y solo se considera un subconjunto de la deuda externa, o sea, la deuda pública y la deuda con garantía pública, ambas a mediano y largo plazo<sup>8</sup>.

**15.13** Más adelante se examinan con mayor detalle varios coeficientes de endeudamiento de uso general. En el cuadro 15.1 aparece una lista más completa. En general, existen dos grupos de indicadores de la deuda: los basados en las variables de flujos (por ejemplo, relacionados con las exportaciones o el PIB), que se denominan indicadores de flujos porque el numerador o el denominador, o ambos, son variables de flujos; y los basados en las variables de saldos, es decir, aquéllos en que tanto el numerador como el denominador son variables de saldos.

### Razón deuda/exportaciones y razón valor presente de la deuda/exportaciones

**15.14** La razón deuda/exportaciones se define como la relación entre la deuda pendiente total al final de año y las exportaciones de bienes y servicios de una economía durante un año. Esta razón puede usarse como indicador de viabilidad, puesto que una

<sup>7</sup>Si el trueque es significativo, y los pagos de la deuda se hacen mediante productos que no son fácilmente negociables, podría complicarse la interpretación de los coeficientes de endeudamiento, ya que el costo de oportunidad de esta forma de pago difiere de una obligación puramente financiera.

<sup>8</sup>Véase Andrews y otros (1999) en <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.cfm?sk=3448.0>. En el apéndice V se examina la estrategia para los PPME, y se incluye información sobre los coeficientes de endeudamiento observados.

**Cuadro 15.1. Panorama general de los indicadores de deuda**

Indicador	Evaluación/uso
<b>Solvencia</b>	
Coefficiente del servicio de los intereses	La razón pagos promedio de intereses/ingresos de exportación indica los términos del endeudamiento externo y, en consecuencia, la carga de la deuda.
Razón deuda externa/exportaciones	Útil como indicador de tendencias, estrechamente vinculada con la capacidad de reembolso de un país.
Razón deuda externa/PIB	Útil pues establece una relación entre la deuda y la base de recursos (posibilidad de reorientar la producción a las exportaciones para mejorar la capacidad de reembolso).
Razón valor presente de la deuda/exportaciones	Indicador clave de sostenibilidad usado, por ejemplo, en las evaluaciones de la Iniciativa para los PPME para comparar la carga de la deuda con la capacidad de reembolso.
Razón valor presente de la deuda/ingresos fiscales	Indicador clave de sostenibilidad usado, por ejemplo, en las evaluaciones de la Iniciativa para los PPME para comparar la carga de la deuda con los recursos públicos disponibles para el reembolso.
Razón servicio de la deuda/exportaciones	Indicador híbrido de problemas de solvencia y liquidez.
<b>Liquidez</b>	
Razón reservas internacionales/deuda a corto plazo	Principal indicador de la suficiencia de reservas en países con un acceso importante pero incierto a los mercados de capital; puede predecirse para evaluar la vulnerabilidad futura a crisis de liquidez.
Razón deuda a corto plazo/deuda pendiente total	Indica dependencia relativa del financiamiento a corto plazo; junto con los indicadores de la estructura de vencimientos permite verificar riesgos futuros en materia de reembolso.
<b>Indicadores del sector público</b>	
Razón servicio de la deuda del sector público/exportaciones	Indicador útil de la disposición a pagar y transferir el riesgo.
Razón deuda pública/PIB o ingresos tributarios	Indicador de solvencia del sector público; puede aplicarse a la deuda total o a la deuda externa.
Vencimiento promedio de la deuda en condiciones no concesionarias	Indicador de vencimiento no sesgado por plazos prolongados de reembolso de la deuda contraída en condiciones concesionarias.
Razón deuda en moneda extranjera/deuda total	Deuda en moneda extranjera incluida la deuda indexada en función de una moneda extranjera; indicador del impacto de las fluctuaciones del tipo de cambio sobre la deuda.
<b>Indicadores del sector financiero</b>	
Posición abierta en divisas	Activos en moneda extranjera menos pasivos más posiciones sobrecompradas netas en moneda extranjera provenientes de partidas complementarias; indicador del riesgo cambiario, generalmente pequeño por la existencia de normas bancarias.
Descalce de los vencimientos en moneda extranjera	Pasivos en moneda extranjera menos activos en moneda extranjera como porcentaje de estos activos en moneda extranjera en determinados plazos de vencimiento; indicador de las presiones sobre las reservas del banco central si el sector financiero pierde acceso al financiamiento en moneda extranjera.
Pasivos brutos en moneda extranjera	Útil en la medida en que los activos no permiten contrarrestar la reducción de liquidez.
<b>Indicadores del sector de empresas</b>	
Coefficiente de apalancamiento	Valor nominal (en libros) de la deuda/capital (activos menos deuda y pasivos en instrumentos derivados); indicador clave de una estructura financiera eficiente; un alto apalancamiento aumenta la vulnerabilidad a otros riesgos (por ejemplo, baja rentabilidad, razón deuda a corto plazo/deuda total elevada).
Razón intereses/flujo de caja	Pagos totales de intereses previstos/flujo de caja operativo (antes de intereses e impuestos); indicador clave de los flujos de caja para evaluar la solidez financiera general.
Razón deuda a corto plazo/deuda total (deuda total y en moneda extranjera, solamente)	En combinación con el coeficiente de apalancamiento, indicador de la vulnerabilidad a una interrupción temporal del financiamiento.
Rendimiento de los activos (antes de impuestos e intereses)	Utilidades antes del pago de intereses e impuestos/activos totales; indicador de la rentabilidad general.
Razón flujo neto de caja en moneda extranjera/flujo de caja total	Los flujos netos de caja en moneda extranjera se definen como las entradas de fondos previstas en moneda extranjera menos las salidas de fondos previstas en moneda extranjera; indicador clave del riesgo cambiario sin cobertura.
Razón deuda neta en moneda extranjera/capital	La deuda neta en moneda extranjera se define como la diferencia entre los activos y los pasivos de deuda en moneda extranjera; el capital son los activos menos la deuda y los pasivos netos en instrumentos derivados; indicador del efecto de las fluctuaciones del tipo de cambio sobre el balance general.

razón deuda/exportaciones progresiva, para una determinada tasa de interés, implica que la deuda total está aumentando con mayor rapidez que la fuente básica de ingresos de la economía, lo cual significa que el país podría tener dificultades para pagar sus deudas en el futuro.

**15.15** Los indicadores que utilizan el volumen de deuda presentan varios inconvenientes. En primer lugar, los países que utilizan los préstamos externos para realizar inversiones productivas con períodos prolongados de gestación tienen más posibilidades de mostrar una razón deuda/exportaciones elevada. Sin embargo, en la medida en que las inversiones comienzan a producir bienes exportables, esa relación podría empezar a reducirse. Por consiguiente, en el caso de estos países la razón deuda/exportaciones podría no ser demasiado alta si se toman en cuenta varios períodos, incluso si se considera elevada para un determinado año. Por lo tanto, supuestamente este indicador puede basarse en las exportaciones efectuadas tras un período medio de gestación, es decir, utilizando como denominador las exportaciones proyectadas correspondientes a uno o varios períodos futuros<sup>9</sup>. En general, ello también pone de relieve la necesidad de observar los indicadores de deuda en los escenarios a mediano plazo a fin de superar las limitaciones que suponen las mediciones estáticas.

**15.16** En segundo lugar, algunos países podrían beneficiarse de la aplicación de condiciones de endeudamiento sumamente concesionarias, mientras que otros podrían tener que pagar altas tasas de interés. En estos países, para captar mejor la carga implícita de la deuda —en términos del costo de oportunidad del capital— es conveniente declarar y analizar la tasa de interés promedio de la deuda o calcular su valor presente descontando la corriente prevista de pagos futuros de amortización, incluidos los intereses, a una tasa de referencia comercial neutral al riesgo. Como se indicó anteriormente, al analizar la viabilidad de la deuda en los PPME, el FMI y el Banco Mundial utilizan el valor presente de la deuda, especialmente el valor presente de la razón deuda/exportaciones y la razón deuda/ingreso fiscal (véase a continuación). Se considera que un valor presente elevado y progresivo de la razón

deuda/exportaciones indica que la deuda del país está volviéndose insostenible.

### **Razón deuda/PIB y razón valor presente de la deuda/PIB**

**15.17** La razón deuda/PIB se define como la relación entre la deuda externa pendiente al final de año y el PIB anual. Al utilizar el PIB como denominador, el coeficiente podría proporcionar un indicador de las perspectivas del servicio de la deuda externa al reorientar recursos de la producción de bienes nacionales a la producción de exportaciones. De hecho, un país podría registrar una elevada razón deuda/exportaciones y una baja razón deuda/PIB si los bienes exportables comprenden una proporción muy pequeña del PIB.

**15.18** Si bien la razón deuda/PIB es inmune a las críticas relacionadas con las exportaciones, centradas principalmente en las diferencias en el valor agregado de las exportaciones y en la volatilidad de los precios de las exportaciones, podría resultar menos fiable si el tipo de cambio real está sobrevalorado o subvalorado, lo cual puede distorsionar considerablemente el denominador del PIB. Además, como en el caso de la razón deuda/exportaciones, es importante tener en cuenta la etapa de desarrollo en que se encuentra el país, así como la deuda contraída en condiciones concesionarias y la contraída en condiciones no concesionarias.

**15.19** En el contexto de los coeficientes de endeudamiento, el numerador en términos de valor presente de la razón deuda/PIB se estima también mediante proyecciones de los pagos futuros del servicio de la deuda descontados a las tasas de interés de mercado (es decir, una tasa de referencia comercial sin riesgo).

### **Razón valor presente de la deuda/ingreso fiscal**

**15.20** La razón valor presente de la deuda/ingreso fiscal se define como la relación entre los pagos futuros proyectados de servicio de la deuda descontados a las tasas de interés de mercado (es decir, una tasa de referencia comercial sin riesgo) y el ingreso fiscal anual. Esta relación puede usarse como un indicador de viabilidad en los países con una economía relativamente abierta que enfrentan una pesada carga fiscal por concepto de deuda externa. En estas circunstancias, corresponde analizar la capacidad del gobierno para movilizar

<sup>9</sup>Para alcanzar un promedio de las fluctuaciones idiosincrásicas o irregulares en la evolución de la exportación se utilizan frecuentemente promedios multianuales, como los promedios de tres años en el análisis de viabilidad de la deuda de los PPME.

el ingreso nacional, y no se la medirá mediante la razón deuda/exportaciones ni la razón deuda/PIB. Un incremento de este indicador a lo largo del tiempo indica que el país podría experimentar problemas presupuestarios para atender el servicio de su deuda.

### Razón servicio de la deuda/exportaciones<sup>10</sup>

**15.21** Esta razón se define como la relación entre los pagos de principal e intereses de la deuda externa a largo y corto plazo y la exportación de bienes y servicios en un año determinado. La razón servicio de la deuda/exportaciones es un posible indicador de la viabilidad de la deuda, ya que indica la proporción de los ingresos de exportación de un país que se destinará al servicio de su deuda y, por consiguiente, muestra en qué medida el pago de las obligaciones de servicio de la deuda es vulnerable a una caída inesperada de dichos ingresos. En general, esta relación tiende a caracterizar a los países con una voluminosa deuda externa a corto plazo. Un nivel de deuda sostenible puede determinarse mediante la razón deuda/exportaciones y las tasas de interés, y mediante la estructura de vencimientos de las obligaciones de deuda. Esta última puede afectar la capacidad crediticia puesto que, cuanto mayor sea la proporción correspondiente a los créditos a corto plazo en la deuda global, mayor y más vulnerable será el flujo anual de las obligaciones de servicio de la deuda.

**15.22** La razón servicio de la deuda/exportaciones, al centrarse en los pagos, tiene en cuenta la continuación de la deuda en condiciones concesionarias y no concesionarias, en tanto que su evolución en el tiempo, especialmente en los escenarios a mediano plazo, puede proporcionar valiosa información sobre la concentración de reembolsos. Además, una versión restringida del coeficiente del servicio de la deuda, centrada en el servicio de la deuda pública y la deuda con garantía pública, puede ser un indicador útil de la viabilidad de la deuda pública y del riesgo de transferencia (el riesgo de que se impongan restricciones cambiarias que impidan el reembolso de las obligaciones) ya que podría ofrecer una idea del costo político del servicio de la deuda<sup>11</sup>.

<sup>10</sup>Esta razón, junto con la razón deuda total/exportaciones y la razón deuda total/PNB (producto nacional) de los respectivos países, figura en la publicación anual *Global Development Finance* (Flujos mundiales de financiamiento para el desarrollo) del Banco Mundial.

<sup>11</sup>Una versión de este indicador, centrado en la deuda oficial, se utiliza, por ejemplo, en el marco de la Iniciativa para los PPME.

**15.23** La razón servicio de la deuda/exportaciones presenta ciertas limitaciones como indicador de la vulnerabilidad externa, además de la posible variabilidad de los pagos de servicio de la deuda y de los ingresos de exportación de un año a otro. En primer lugar, los pagos de amortización de la deuda a corto plazo generalmente se excluyen del servicio de la deuda<sup>12</sup>, y en muchos casos la cobertura de datos sobre el sector privado puede ser limitada, ya sea porque el indicador está intencionalmente centrado en el sector público o porque no se dispone de datos sobre el servicio de la deuda privada.

**15.24** En segundo lugar, muchas economías han liberalizado su régimen comercial y actualmente exportan una proporción mayor de sus productos al resto del mundo. Al mismo tiempo, han aumentado sus importaciones, y el contenido de importaciones de sus exportaciones está aumentado. Por lo tanto, en el caso de las economías con una mayor propensión a la exportación, una razón servicio de la deuda/exportaciones no corregida en función de la intensidad de importaciones de las exportaciones estará sesgada a la baja<sup>13</sup>; este argumento es aplicable también en el caso de la razón deuda/exportaciones.

**15.25** Por último, el argumento contempla aspectos de liquidez y solvencia que podrían hacerlo menos manejable desde el punto de vista analítico que ciertos indicadores orientados exclusivamente a verificar la solvencia (como la razón pagos de intereses/exportaciones) o la liquidez (razón reservas/deuda a corto plazo).

### Razón reservas internacionales/deuda a corto plazo

**15.26** Esta razón es, exclusivamente, un indicador de la liquidez, y se define como la relación entre el volumen de reservas internacionales de que disponen las autoridades monetarias y el saldo de la deuda a corto plazo en base al vencimiento residual. Puede ser sobre todo valiosa como indicador de la suficiencia de las

<sup>12</sup>Este es el enfoque adoptado en las publicaciones *Informe sobre el Desarrollo Mundial* y *Global Development Finance* (Flujos mundiales de financiamiento para el desarrollo), del Banco Mundial, y *Perspectivas de la economía mundial*, del FMI. La falta de datos, y el supuesto de que la deuda a corto plazo estaba constituida principalmente por créditos comerciales fácilmente renovables, contribuyeron a la adopción de esta práctica. La experiencia ha demostrado que en ciertos casos este supuesto es cuestionable.

<sup>13</sup>Kiguel (1999) formula otros argumentos para explicar por qué en ciertas circunstancias la razón servicio de la deuda/exportaciones podría no ser un indicador sumamente fiable de la vulnerabilidad externa de un país.

reservas, especialmente para los países que cuentan con un acceso importante —aunque no totalmente seguro— a los mercados internacionales de capital<sup>14</sup>.

**15.27** La razón indica si las reservas internacionales exceden de la amortización prevista de la deuda externa a corto, mediano y largo plazo para el año siguiente; es decir, la medida en que la economía puede cubrir todas las amortizaciones programadas a no residentes para el año siguiente utilizando sus propias reservas internacionales. Provee un indicador de la rapidez con que un país se vería forzado a realizar ajustes si pierde su acceso al financiamiento externo, por ejemplo, como resultado de una evolución adversa de los mercados internacionales de capital. Esta razón abarca, en el caso de la deuda a corto plazo, todos los pagos de amortización de la deuda privada y pública a no residentes previstos para el año siguiente, independientemente del instrumento o de la moneda de denominación. Puede calcularse una razón similar centrándose exclusivamente en la deuda en moneda extranjera del sector público (y del sector bancario). Ello podría revestir especial importancia en el caso de las economías con mercados de capital sumamente abiertos y en que el sector público muestra un elevado nivel de endeudamiento en divisas.

**15.28** Cabe señalar que en la mayoría de los modelos teóricos la estructura de vencimientos de la deuda pública es irrelevante, ya que se da por supuesto que los mercados son perfectos<sup>15</sup>. Sin embargo, solo en contadas ocasiones los mercados son perfectos, incluso en los países desarrollados. Además, las crisis

cambiarías ocurridas a mediados de los años noventa en los países en desarrollo y los países de mercados emergentes han demostrado que el riesgo vinculado con una acumulación excesiva de deuda a corto plazo en relación con las reservas internacionales puede ser bastante elevado, incluso en países que generalmente se habrían considerado solventes. Una de las conclusiones a este respecto es que los países que tienen una deuda a corto plazo excesivamente voluminosa en relación con sus reservas internacionales están más expuestos a sufrir crisis de liquidez<sup>16</sup>.

**15.29** Sin embargo, al interpretar la razón reservas internacionales/deuda a corto plazo deben tenerse en cuenta varios factores. En primer lugar, un volumen importante de deuda a corto plazo en relación con las reservas internacionales no se traduce necesariamente en una crisis. Muchas economías avanzadas tienen una razón deuda a corto plazo/reservas más elevada que la de muchas economías emergentes, que han sido vulnerables a crisis financieras. Ciertos factores, como una estructura de incentivos que favorece una gestión adecuada del riesgo y un historial positivo en materia de cumplimiento de contratos, pueden contribuir a establecer credibilidad, y ayudan a explicar esta diferencia. Además, las variables macroeconómicas fundamentales, especialmente el déficit en cuenta corriente y el tipo de cambio real, también desempeñan un papel importante. Es necesario, asimismo, considerar el régimen cambiario. Por ejemplo, un régimen flexible puede reducir la posibilidad y el costo de una crisis. Por último, se da por supuesto que existen reservas internacionales calculadas que pueden usarse para cumplir con las obligaciones externas, lo que no ha sido siempre así.

<sup>14</sup>En el cuadro sobre el saldo neto de la deuda externa que aparece en el capítulo 7 (cuadro 7.11) se examina la importancia que podrían tener los activos externos de otros residentes en relación con la deuda.

<sup>15</sup>Véanse Lucas y Stokey (1983) y Calvo y Guidotti (1992).

<sup>16</sup>Véanse Berg y otros (2000), Bussière y Mulder (1999), y Furman y Stiglitz (1998).

## 16. Análisis de la deuda externa: Otros aspectos a considerar

### Introducción

**16.1** Los coeficientes de endeudamiento examinados en el capítulo anterior se centran principalmente en la deuda externa global y el servicio de la deuda externa, así como en las perspectivas de cumplimiento de las obligaciones que vencen en el contexto general de una economía. Sin embargo, al evaluar la vulnerabilidad de una economía al riesgo de solvencia y liquidez generado por la situación de endeudamiento externo, podría requerirse un análisis más detallado de la composición de la deuda externa y de la actividad relacionada con la deuda. En este capítulo se examina la relevancia de los datos adicionales sobre la composición de la deuda externa, los ingresos externos, los activos externos, los instrumentos financieros derivados y los acreedores de la economía, tomando como base, en particular, las series de datos descritas en la parte I de la *Guía*. No obstante, en este capítulo no se procura hacer un análisis exhaustivo.

### Composición de la deuda externa

**16.2** La relevancia de las distintas series de datos presentadas en la *Guía* para el análisis de la deuda se establece más adelante. Esta sección está centrada, en particular, en las siguientes interrogantes:

- ¿Quién obtiene los préstamos?
- ¿Cómo está compuesta la deuda por categorías funcionales?
- ¿Qué tipo de instrumento se utiliza para obtener préstamos?
- ¿Cuáles son los vencimientos de la deuda?
- ¿Cuál es la composición por monedas de la deuda?
- ¿Existe una concentración de deuda en determinadas ramas de actividad económica?
- ¿Cuál es el perfil del servicio de la deuda?

**16.3** Tradicionalmente, el análisis de la deuda se ha centrado en los empréstitos del sector oficial, sobre

todo en los préstamos otorgados por bancos o fuentes oficiales. Sin embargo, en los años noventa se registró una enorme expansión del financiamiento de los mercados de capital al sector privado. Ello ha tenido importantes consecuencias para el análisis de la deuda, incluida la necesidad de que el **sector prestatario** reúna y analice los datos sobre la deuda externa.

**16.4** Si existe el riesgo de que el **sector público** deje de cumplir con sus obligaciones externas, este solo factor podría provocar una fuerte reducción de los flujos financieros hacia la economía en general, en parte debido a que suscita también serias dudas en lo que respecta al compromiso del gobierno de crear un clima económico propicio para el reembolso de la deuda del sector privado. Por consiguiente, es importante contar con información sobre la deuda externa total y a corto plazo del sector público. La información sobre la deuda interna a corto plazo del sector público es importante, sobre todo cuando no existen controles de capital ni mercados cautivos, pues la percepción de que la situación financiera del sector público es poco firme puede dar origen a una fuga de capitales y crear presiones sobre las reservas internacionales.

**16.5** Los gobiernos, aparte de aplicar sus propias políticas de financiamiento, deben crear o mantener las condiciones necesarias para lograr una gestión adecuada del riesgo en otros sectores; por ejemplo, deben evitar la aplicación de políticas que propicien la obtención de préstamos a corto plazo en moneda extranjera.

**16.6** Dadas sus características, el sector financiero, especialmente los **bancos**, está en gran medida fuertemente apalancado; es decir, la mayoría de los activos se financian con pasivos de deuda. Los bancos podrían hacerse cargo de los pasivos frente a no residentes, al recibir depósitos y préstamos interbancarios a corto plazo. Estas posiciones pueden

acumularse rápidamente y, según las características de los depósitos y los depositarios, también pueden agotarse con rapidez. La eficacia de los bancos para intermediar estos fondos afecta su capacidad para hacer frente al retiro de fondos en gran escala. Generalmente, la información sobre la composición de los activos y pasivos es importante para los bancos (y las **instituciones financieras no bancarias**) —sobre todo la información sobre la estructura y los descálces de los vencimientos (incluidos los préstamos en divisas)— porque proporciona una idea de su vulnerabilidad a los retiros de fondos y a las fluctuaciones de los tipos de cambio y las tasas de interés<sup>1</sup>.

**16.7** Como se señaló en el capítulo 15, los incumplimientos en gran escala de **empresas no financieras** que obtienen empréstitos en el exterior pueden traducirse, dependiendo de su importancia para la economía, en una intervención oficial financieramente costosa, y pueden afectar el riesgo crediticio en el sector financiero y reducir el precio de los activos en la economía. De cualquier modo, las necesidades de las empresas en lo relativo al servicio de la deuda afectarán la situación de liquidez de la economía. Como en el caso de los bancos, el régimen regulatorio y la estructura de incentivos dentro del sector empresarial son importantes. Por ejemplo, un sobreendeudamiento en moneda extranjera —especialmente a corto plazo— en relación con los activos en divisas o los mecanismos de cobertura existentes (trátese de coberturas naturales en forma de flujos de caja en moneda extranjera o productos derivados, como los instrumentos a término) puede crear problemas de flujos de caja (liquidez) al sector empresarial en caso de producirse fuertes fluctuaciones del tipo de cambio. El sobreendeudamiento en moneda extranjera en relación con los activos en divisas podría provocar problemas de solvencia para las empresas en caso de producirse una depreciación de la moneda nacional. El consiguiente incumplimiento de las empresas, en caso de registrarse una marcada depreciación del tipo de cambio, puede reducir los

<sup>1</sup>Los bancos son susceptibles al riesgo moral cuando existen garantías explícitas o implícitas de los depósitos y mecanismos de responsabilidad limitada. El posible riesgo moral creado por los sistemas de garantía de depósitos se produce debido a que los bancos, al “proteger” de una pérdida a un componente de su base de depósitos, podrían tener un incentivo para mantener carteras que, si bien incorporan un mayor riesgo, pueden tener una rentabilidad más alta que en otras condiciones. El control de los riesgos asumidos por los bancos es un elemento crucial de la supervisión bancaria, pero este tema está fuera del alcance de la *Guía*.

flujos de financiamiento externo y disminuir la actividad interna, especialmente si las medidas para hacer cumplir los contratos son deficientes o si los procedimientos en vigor resultan insuficientes.

**16.8** El otorgamiento de **garantías** puede influir en el comportamiento económico. El gobierno siempre provee garantías implícitas y explícitas, como las garantías de depósitos, y a veces garantiza también los préstamos externos al sector privado (que en la *Guía* se clasifican como **deuda privada con garantía pública**). Además, las empresas nacionales pueden utilizar empresas extranjeras para obtener empréstitos, y otorgarles garantías, o garantizar los pagos de la deuda a través de bancos nacionales. Del mismo modo, las empresas extranjeras pueden garantizar una parte de la deuda interna. En la medida en que sea posible, es necesario supervisar las garantías directas y explícitas, ya que afectan la evaluación del riesgo.

**16.9** En la **clasificación funcional de los instrumentos de deuda** que es un concepto de la balanza de pagos, los instrumentos se agrupan en cuatro categorías: inversión directa, inversión de cartera, instrumentos financieros derivados y otra inversión. La inversión directa tiene lugar entre un inversionista en un país y su empresa filial en otro país, y generalmente se basa en una relación a largo plazo. Las recientes crisis han confirmado, en general, la tesis de que, durante una crisis, esta categoría de inversión tiene menos posibilidades de verse afectada que otras categorías funcionales<sup>2</sup>. Por definición, la inversión de cartera incluye los instrumentos de deuda negociables; la categoría otra inversión incluye todos los demás instrumentos de deuda. Más adelante se examina la importancia de los instrumentos financieros derivados para el análisis de la deuda externa.

**16.10** El tipo de **instrumento** que emitirá un deudor depende de los instrumentos que los acreedores estén dispuestos a comprar y de las preferencias del deudor. El financiamiento mediante préstamos concentra la emisión de deuda en los bancos, mientras que es más probable que los títulos estén en manos de una gama más amplia de inversionistas. General-

<sup>2</sup>Sin embargo, durante una crisis las empresas de inversión directa podrían crear presiones adicionales sobre el tipo de cambio mediante operaciones de cobertura del riesgo de los activos en moneda nacional. Además, los inversionistas extranjeros pueden repatriar sus utilidades, en lugar de reinvertirlas, con lo cual incrementarían, de hecho, la proporción de sus inversiones financiadas en el país (deuda).

mente, los créditos comerciales tienen un vencimiento a corto plazo. Si bien no se considera que la emisión de participaciones del capital constituye un instrumento de deuda, los dividendos declarados se incluyen en el servicio de la deuda y por lo tanto es necesario supervisar las actividades realizadas con estos instrumentos. La venta repentina de acciones por parte de no residentes o residentes puede tener importantes consecuencias para una economía y afectar considerablemente su capacidad para obtener fondos y atender el servicio la deuda<sup>3</sup>.

**16.11** La **composición** de la deuda según su **vencimiento** es importante porque puede afectar notablemente la liquidez. Se considera que una alta concentración de deuda externa a corto plazo pone a una economía en una posición particularmente vulnerable a un cambio desfavorable inesperado de la situación financiera<sup>4</sup>. Por ejemplo, una economía con altos niveles de deuda externa a corto plazo podría ser vulnerable a un cambio repentino en la actitud de los inversionistas. Las líneas interbancarias son especialmente sensibles a los cambios en la percepción del riesgo, y las señales de alerta anticipada de cambios en la actitud de los inversionistas con respecto a la economía podrían detectarse mediante un seguimiento de la tasa de refinanciamiento<sup>5</sup>.

**16.12** En el análisis de la deuda debe hacerse una distinción entre la deuda a corto plazo en base al vencimiento original, es decir, la deuda emitida con un plazo de vencimiento de un año o menos, y en base a un vencimiento residual, es decir, las obligaciones que vencen en un año o menos. Los datos sobre la deuda emitida en base al **vencimiento original** proveen información sobre los plazos y la estructura típica de la deuda, y el seguimiento de los cambios en estos plazos provee información útil sobre las preferencias de los acreedores y la distribución sectorial de los deudores. Los datos sobre la deuda en base al **vencimiento residual** proveen al analista y a los responsa-

<sup>3</sup>En lo que respecta al análisis de las transacciones en títulos, tanto de deuda como de capital, las fluctuaciones de precios, más que de cantidades, pueden equilibrar el mercado.

<sup>4</sup>La compilación de datos sobre vencimientos promedio podría ocultar importantes diferencias en la composición sectorial de la deuda y en la dispersión de los vencimientos. No obstante, los datos sobre vencimientos promedio por sector y por instrumento de deuda podrían alertar a los responsables de la formulación de políticas y a los participantes en el mercado sobre estructuras de vencimiento que puedan presentar problemas.

<sup>5</sup>Este tipo de seguimiento se examina con más detalle en el capítulo 7, recuadro 7.1.

bles de la formulación de políticas información sobre las obligaciones de reembolso (es decir, sobre la estructura de liquidez). Para que los responsables de las políticas puedan garantizar una liquidez adecuada, o sea, una relación apropiada entre las reservas internacionales y la deuda a corto plazo, es necesario evitar una concentración de los pagos de la deuda.

**16.13** Al deudor le interesará conocer el **valor nominal** de su deuda, ya que éste es el monto que adeuda al acreedor. También es conveniente que se mantenga al tanto del **valor de mercado** de su deuda. El valor de mercado, y los diferenciales sobre las tasas de interés de los instrumentos “sin riesgo”, proporcionan al prestatario un indicador de la actitud del mercado acerca de su capacidad para cumplir sus deudas y de la actitud prevaleciente en el mercado sobre el mismo prestatario<sup>6</sup>. Esta información es importante pues podría afectar los futuros planes de obtención de préstamos; es decir, ayudará a determinar si resulta ventajoso obtener nuevos préstamos mientras las condiciones parecen ser favorables, o si existen señales anticipadas de un posible incremento del costo de los empréstitos, o de dificultades de refinanciamiento. Sin embargo, en el caso de países en que la valoración de la deuda es muy baja o cuya deuda se cotiza en mercados con baja liquidez (o ambos), un cambio repentino de actitud podría causar una fluctuación muy acusada del valor de mercado de la deuda externa, tendencia que también podría invertirse repentinamente. En tales circunstancias, la información sobre el valor nominal de la deuda externa tendría gran valor analítico, porque no se vería afectada por estas fluctuaciones.

**16.14** La **composición por monedas** de la deuda externa también es importante. Es muy diferente tener deuda externa pagadera en moneda nacional que deuda externa pagadera en moneda extranjera. En caso de producirse una depreciación repentina de la moneda nacional, la deuda externa en moneda extranjera (incluida la deuda vinculada a una moneda extranjera) podría tener importantes efectos sobre la riqueza y los flujos de caja de una economía. Por ejemplo, cuando la deuda pública es pagadera en moneda extranjera, una devaluación de la moneda nacional puede agravar la situación financiera del

<sup>6</sup>Cada vez más, los datos obtenidos de los instrumentos derivados, como los swaps de riesgo de incumplimiento del deudor y las opciones sobre diferenciales, también proveen información al mercado sobre la capacidad crediticia de una entidad.

sector público, creando con ello un incentivo para que el gobierno evite realizar el ajuste necesario del tipo de cambio. La información sobre la composición por monedas de la deuda a nivel sectorial, incluidos los créditos de residentes y no residentes en moneda extranjera, es de particular importancia, ya que el efecto riqueza también depende de las relaciones en moneda extranjera entre residentes.

**16.15** No obstante, en los análisis de la composición en moneda extranjera de la deuda externa deben tenerse en cuenta el volumen y la composición de los activos en divisas y de los ingresos, junto con las posiciones en instrumentos financieros derivados vinculados a una moneda extranjera. Estos instrumentos pueden usarse para modificar la composición del riesgo, de moneda extranjera a moneda nacional o a otra moneda extranjera.

**16.16** La **composición por tasas de interés** de la deuda externa, tanto a corto como a largo plazo, también podría tener consecuencias importantes. Un marcado incremento de las tasas de interés a corto plazo, como los observados a comienzos de los años ochenta, puede afectar profundamente el costo real de la deuda, especialmente si una proporción significativa de los pagos se destina a intereses vinculados a una tasa flotante como la LIBOR. Al igual que en el caso de la posición en moneda extranjera, es necesario tener en cuenta las posiciones en derivados financieros, ya que éstas podrían alterar considerablemente la composición de tasas de interés de la deuda. Por ejemplo, los derivados financieros basados en una tasa de interés pueden usarse para canjear obligaciones a tasa variable por pasivos a tasa fija, y viceversa. Más adelante se examina con más detalle la importancia de los derivados financieros para el análisis de la deuda externa.

**16.17** La concentración de la deuda en los distintos **sectores de actividad económica** también debe ser objeto de seguimiento. Si la deuda se concentra en uno o más sectores, las perturbaciones económicas, como una contracción de la demanda mundial de ciertos productos, pueden aumentar el riesgo de una interrupción de los pagos del servicio de la deuda por parte de esa economía<sup>7</sup>.

<sup>7</sup>Si bien en la *Guía* no se incluyen explícitamente directrices para calcular la composición de la deuda externa por sectores de actividad económica, estos datos pueden compilarse usando los conceptos formulados en la *Guía* conjuntamente con la Clasificación Industrial Internacional Uniforme (SCN 1993, págs. 649–53) como clasificación por “sectores”.

**16.18** Los montos a pagar revisten más importancia para el seguimiento del **servicio de la deuda** que el valor de mercado de la deuda. El servicio de la deuda conlleva tanto el cumplimiento actual de las obligaciones —es decir, los pagos de intereses y principal— como el pago final del principal al momento del vencimiento. Sin embargo, es muy improbable que se conozca con certeza el calendario de servicio de la deuda en todo momento. Las estimaciones de los montos a pagar pueden variar con el tiempo debido a las fluctuaciones de las tasas de interés y los tipos de cambio; además, las fechas de reembolso de las deudas con opciones incorporadas de venta (derecho a vender) o compra (derecho a comprar) que pueden ser activadas bajo ciertas condiciones aumentan la incertidumbre. Por consiguiente, al presentar datos sobre el calendario de pago por servicio de la deuda, es importante que junto con los datos se presenten de manera transparente los supuestos utilizados para estimar los pagos futuros por concepto de pasivos de deuda externa.

**16.19** El aumento progresivo del nivel de **atrasos**, en relación con el saldo de la deuda externa y el volumen de deuda de próximo vencimiento, es un indicador de que la economía está comenzando a experimentar dificultades para atender el servicio de su deuda externa. En tales circunstancias, el suministro de información detallada, por sector institucional y tipo de instrumento, podría ayudar a identificar las causas de estas dificultades.

## El papel del ingreso

**16.20** En el análisis de la deuda, la evolución futura del ingreso es, sin lugar a dudas, relevante, ya que afecta la capacidad del deudor para atender el servicio de la deuda. Tradicionalmente, el análisis se ha centrado en los **ingresos provenientes de la exportación de bienes y servicios**. ¿En qué medida dichos ingresos “cubren” la deuda o los pagos del servicio de la deuda? La diversificación de productos y mercados es positiva, ya que limita el riesgo frente a las conmociones, reduciendo así la posibilidad de que se produzcan dificultades en el conjunto del sector privado y pérdidas de ingreso en el sector público, afectando su disposición a pagar. La composición por monedas de los ingresos provenientes de la exportación también podría ser relevante.

**16.21** Si bien la voluntad de pagar es un factor importante para determinar si se efectuarán los pagos del

servicio de la deuda, el **uso de financiamiento externo** afectará el ingreso futuro utilizado para efectuar esos pagos<sup>8</sup>. Si la deuda se utiliza para financiar actividades improductivas, es más probable que el ingreso futuro resulte insuficiente para cubrir el servicio de la deuda. Debe abordarse no tanto el problema del uso específico del capital obtenido en préstamo, sino la eficiencia de la inversión total en la economía, considerada en el contexto de los indicadores para toda la economía, como las tasas de crecimiento del producto y las exportaciones, y la productividad total de los factores, o sea, todas las series de datos que puedan derivarse de los datos sobre cuentas nacionales. Desde otro punto de vista, si una economía no está dispuesta a atender el servicio de sus deudas, y cae en el incumplimiento, se podrían producir pérdidas de producción en la medida en que esa economía deje de estar integrada a los mercados internacionales de capital.

## El papel de los activos

**16.22** Como se señaló anteriormente, el saldo de la deuda externa debe considerarse en el contexto de los activos externos, ya que estos ayudan a cumplir las obligaciones del servicio de la deuda: los activos generan una renta y pueden venderse para satisfacer las necesidades de liquidez. En la posición de inversión internacional, la diferencia entre los activos externos y los pasivos externos es la posición acreedora (o deudora) neta de una economía.

**16.23** En todas las economías, los **activos de reserva internacionales** están compuestos, por definición, por activos externos que están a disposición inmediata y bajo el control de las autoridades monetarias para el financiamiento directo de los desequilibrios en los pagos, para regular indirectamente la magnitud de los mismos mediante la intervención en los mercados cambiarios a fin de influir en el tipo de cambio, y/o para otros fines. En vista de este papel, en marzo de 1999 el Directorio Ejecutivo del FMI, basándose en la labor realizada por el Fondo y el Comité sobre Sistemas Financieros Mundiales de los bancos centrales del G-10, reforzó los requisitos de divulgación de

datos sobre reservas internacionales y liquidez en moneda extranjera contenidos en las Normas Especiales para la Divulgación de Datos. Se creó una planilla de declaración de datos sobre reservas internacionales y liquidez en moneda extranjera que ofrece un nivel considerablemente mayor de transparencia en materia de datos sobre reservas internacionales<sup>9</sup>.

**16.24** Pero a medida que aumenta la participación de las entidades privadas de una economía en los mercados internacionales, también es probable que éstas adquieran activos externos, así como pasivos. El carácter diverso de los activos externos del sector privado sugiere que su naturaleza es diferente de la de los activos de reserva. Es posible, por ejemplo, que la distribución sectorial y entre empresas de los activos externos del sector privado no permita usarlos para absorber las necesidades de liquidez del sector privado. No obstante, la existencia de estos activos debe tenerse en cuenta al examinar el saldo de la deuda externa de un país. Un enfoque consiste en presentar el saldo neto de la deuda externa de todos los sectores institucionales, comparando así la distribución institucional y la concentración de activos externos en forma de instrumentos de deuda con la deuda externa (véase el capítulo 7).

**16.25** Al comparar los activos con la deuda, también es necesario considerar la liquidez y la calidad de los activos, sus riesgos y la composición funcional y por instrumentos.

**16.26** Lo que es más importante, los activos deben ser capaces de generar una renta o deben ser líquidos (o ambos), a fin de que puedan venderse de ser necesario. La **composición funcional de los activos** proporciona importante información a este respecto. Por ejemplo, los activos de inversión directa pueden generar renta, pero en muchos casos son menos líquidos, especialmente si se transforman en inversiones no negociadas de propiedad exclusiva en empresas o filiales. Generalmente, los activos de inversión directa son ilíquidos en el corto plazo (por ejemplo, las instalaciones y los equipos) o, si existe la posibilidad de que sean comerciables, el inversionista directo debe tener en cuenta los efectos que tendría el retiro de los activos sobre las empresas de inversión directa. Esto último podría contrarrestar las presiones para la venta de estos activos. Sin embargo, algunos activos de inversión directa, como las acciones no mayoritarias

<sup>8</sup>Observan Dragoslav Avramovic y otros (1964, pág. 67) que, si bien “el coeficiente de servicio de la deuda es un criterio adecuado para evaluar la capacidad crediticia en el corto plazo, es decir, para evaluar el riesgo de que una crisis de liquidez provoque un incumplimiento de los pagos, el único factor importante en el largo plazo es la tasa de crecimiento de la producción”. De hecho, “una maximización del producto y el ahorro beneficia tanto a los prestatarios como a los prestamistas, puesto que constituye la única fuente real para el servicio de la deuda”.

<sup>9</sup>Véase Kester (2001).

de empresas en países con mercados bursátiles desarrollados, podrían ser más similares a las inversiones de cartera y ser relativamente negociables.

**16.27** La inversión de cartera es, por definición, negociable. Las inversiones —como los préstamos y los créditos comerciales— que generan rentas pueden, no obstante, ser menos líquidas que la inversión de cartera, pero los vencimientos de estas inversiones podrían ser importantes ya que los activos a corto plazo pueden rendir beneficios con mayor rapidez. Es cada vez más fácil incluir los préstamos en un solo instrumento de deuda y negociarlos. Podría resultar difícil cancelar un crédito comercial sin perjudicar el ingreso de exportación, una fuente muy importante de ingresos en situaciones de tensión externa.

**16.28** Al evaluar los activos en el contexto del análisis de la deuda, la **calidad de los activos** constituye un factor crucial. En principio, la calidad de los activos se refleja en su precio. Un cierto nivel de conocimiento sobre el emisor y el país de residencia podría ofrecer una idea más precisa de la calidad del activo y de su disponibilidad en tiempos de crisis; en muchos casos la disponibilidad del activo está relacionada con el tipo de país y su ubicación. Un conocimiento de la distribución geográfica de los activos puede ayudar a comprender la vulnerabilidad de la economía nacional frente a las dificultades financieras en otras economías.

**16.29** La **composición por monedas** de los activos (e instrumentos de deuda) ofrece una idea del impacto que tienen sobre la economía las fluctuaciones de los distintos tipos de cambio; sobre todo, proporciona información sobre el efecto riqueza que tienen las fluctuaciones cruzadas del tipo de cambio (por ejemplo, el efecto de las fluctuaciones del tipo de cambio entre el dólar y el yen en los países de la zona del euro). Las estadísticas bancarias internacionales del BPI (véase el próximo capítulo) y la encuesta coordinada sobre inversión de cartera del FMI (véase el capítulo 13) estimulan la recopilación de datos sobre el país de residencia del deudor no residente y la composición monetaria de los activos.

## Relevancia de los derivados financieros y los acuerdos de recompra

**16.30** El crecimiento de los mercados de derivados financieros tiene ciertas consecuencias sobre la ges-

ción y el análisis de la deuda. Los instrumentos financieros derivados se usan con diversos propósitos, incluidos la gestión y cobertura del riesgo, el arbitraje entre mercados y la especulación.

**16.31** Desde el punto de vista de la gestión de los riesgos relacionados con los instrumentos de deuda, los **derivados** pueden resultar más baratos y eficientes que otros instrumentos debido a que pueden utilizarse para canjear directamente el riesgo en cuestión. Por ejemplo, un préstamo en divisas puede ser cubierto contra riesgos a través de un derivado financiero vinculado a una moneda extranjera, eliminando así una parte o la totalidad del riesgo cambiario. Por lo tanto, la información agregada sobre la posición hipotética en derivados en moneda extranjera es importante para determinar los efectos que tienen las fluctuaciones cambiarias sobre la riqueza y los flujos de caja. Del mismo modo, la incertidumbre en materia de flujos de caja que traen aparejados los préstamos con tasas de interés variables puede reducirse canjeando los pagos por una “tasa fija” mediante un swap de tasas de interés<sup>10</sup>. En ambos casos el contrato de derivados financieros conlleva riesgos crediticios adicionales para el prestatario, pero facilita la aplicación de buenas prácticas de gestión de riesgos.

**16.32** Los derivados se usan además como instrumentos de especulación y arbitraje<sup>11</sup>. También son un instrumento para realizar transacciones apalancadas, puesto que basta un adelanto relativamente pequeño de capital para crear considerables niveles de riesgo, y las diferencias en el precio implícito del riesgo entre los instrumentos emitidos por el mismo emisor, o emisores muy similares, puede ser objeto de arbitraje<sup>12</sup>. Sin embargo, si se utilizan inadecuadamente, los instrumentos derivados pueden ocasionar importantes pérdidas y, por consiguiente,

<sup>10</sup>El riesgo podría no ser totalmente eliminado si la prima por riesgo crediticio del prestatario se modifica al reajustarse la tasa flotante. El swap de tasas de interés eliminará el riesgo de fluctuaciones en la tasa de interés de mercado.

<sup>11</sup>Las actividades especulativas y de arbitraje pueden contribuir a aumentar la liquidez de los mercados y facilitar la cobertura de riesgos. Además, cuando se usan con fines de arbitraje, los derivados financieros podrían reducir los diferenciales ineficientes de precios entre mercados y/o instrumentos.

<sup>12</sup>El apalancamiento, como término financiero, describe el aprovechamiento de todos los beneficios derivados del mantenimiento de una posición en un activo financiero sin haber tenido que financiar la compra con fondos propios. Los instrumentos financieros derivados, como las operaciones de recompra, son instrumentos que los inversionistas internacionales pueden usar para apalancar las inversiones.

aumentar la vulnerabilidad de una economía. Los instrumentos derivados pueden usarse también para eludir las regulaciones y por tanto pueden crear presiones inesperadas en los mercados. Por ejemplo, las instituciones extranjeras pueden eludir una prohibición de mantener títulos mediante un swap de rendimientos totales<sup>13</sup>.

**16.33** Las posiciones en instrumentos derivados pueden adquirir un elevado valor, o costo, dependiendo de las fluctuaciones subyacentes de los precios. El valor de las posiciones se calcula mediante su valor de mercado. Por todas estas razones, revisten interés los valores de mercado, los activos y pasivos brutos, y los valores hipotéticos (o nominales) de las posiciones en instrumentos derivados<sup>14</sup>.

**16.34** Otros instrumentos, como los bonos y pagarés, también podrían tener características que aumentan o mitigan el riesgo, similares a las de los instrumentos derivados. Los bonos estructurados son un ejemplo de estos instrumentos reforzados. Tales instrumentos, por ejemplo, podrían emitirse en dólares, y el valor de reembolso podría depender de un múltiplo del tipo de cambio entre el peso mexicano y el dólar de EE.UU. Los prestatarios también podrían incluir una opción de venta —derecho a vender— en el contrato de bonos, que podría reducir la tasa de interés nominal, pero aumentar la posibilidad de un rescate anticipado del bono, especialmente cuando el prestatario experimenta dificultades. Además, por ejemplo, podrían emitirse bonos vinculados con créditos que incluyen un instrumento derivado sobre créditos, que vincula los pagos de intereses y principal con la capacidad crediticia de otro prestatario. La incorporación de estos derivados puede mejorar las condiciones otorgadas al prestatario, aunque a costo de asumir riesgos adicionales. Una consecuencia de esto es la incertidumbre acerca de las condiciones del reembolso o el calendario de pagos, de modo que los datos sobre la emisión de estos bonos estructurados revisten interés analítico.

<sup>13</sup>Un swap de rendimientos totales es un instrumento derivado sobre créditos que sustituye el rendimiento total sobre un instrumento financiero por una tasa de interés garantizada, como una tasa interbancaria, más un margen.

<sup>14</sup>Si bien en la *Guía* solo se presentan explícitamente datos sobre el valor teórico (nominal) de los instrumentos financieros derivados vinculados a una moneda extranjera o una tasa de interés, la información sobre el valor teórico de los instrumentos financieros derivados, para todas las categorías de riesgo, por tipo y en conjunto, puede tener valor analítico.

**16.35** Los **acuerdos de recompra** (repos) también facilitan una gestión del riesgo y un arbitraje más eficaces. Estos acuerdos permiten al inversionista comprar un instrumento financiero, y luego financiar en gran parte la compra revendiendo el título en el marco de un acuerdo de recompra. Al vender el título mediante un acuerdo de recompra, el inversionista sigue exponiéndose a las fluctuaciones de precio del título, pero solo necesita efectuar pequeños desembolsos en efectivo. En este ejemplo, el inversionista adopta una posición “sobrecomprada” o positiva. Por otra parte, el especulador o arbitrajista, mediante un **préstamo sobre valores**, puede adoptar una posición “sobrevendida” o negativa en un instrumento vendiendo un título que no posee, y luego puede cumplir con los pagos solicitando en préstamo el título (préstamo sobre valores) a otro inversionista.

**16.36** Si bien en períodos normales todas estas actividades aumentan la liquidez de los mercados y permiten una adopción eficiente de posiciones, un cambio de actitud en los mercados puede aumentar la volatilidad porque podría ser necesario liquidar posiciones apalancadas, por ejemplo, si es necesario cubrir ciertos márgenes de rentabilidad. Los datos sobre posiciones en títulos emitidos por residentes utilizados en transacciones de recompra y préstamos sobre valores entre residentes y no residentes ayudan a comprender y anticipar las presiones del mercado. Esta información también puede ayudar a comprender los datos sobre el calendario de servicio de la deuda. Por ejemplo, si un no residente vende un título en el marco de una transacción de recompra a un residente que, a su vez, lo vende directamente a otro no residente, en el calendario de servicio de la deuda se registrarían dos series de pagos a no residentes por parte del emisor para el mismo título, aunque solo se efectuaría una serie de pagos para ese título. En períodos de inestabilidad, cuando se crean grandes posiciones en una dirección, ello podría traducirse en importantes pagos aparentes del servicio de la deuda sobre títulos; los datos sobre los títulos de residentes utilizados en operaciones externas de reporto pasivo podrían indicar que estas operaciones son un factor importante.

## Información sobre el acreedor

**16.37** En cualquier análisis de la deuda es importante conocer al acreedor, ya que sus motivaciones y las influencias sobre cada uno de ellos varían.

**16.38** El **sector y el país del prestamista** son factores importantes en el análisis de la deuda. Tradicionalmente, el análisis de la deuda se ha centrado en los sectores; en particular, en la división entre el sector oficial, el sector bancario y otros, principalmente en el área del sector privado. La importancia de este desglose sectorial reside en los diferentes grados de dificultad para encontrar una solución armoniosa en caso de producirse dificultades de pago. Por ejemplo, las negociaciones relativas al alivio de la deuda diferirán según la situación del acreedor. El sector oficial y los bancos constituyen un grupo relativamente pequeño y autónomo de acreedores que pueden reunirse y negociar con el deudor en foros tales como el Club de París (sector oficial) y el Club de Londres (bancos). En cambio, en general los otros acreedores privados son más numerosos y diversos.

**16.39** Asimismo, el sector público podría actuar como **garante** de las deudas frente al sector privado externo. Ello ocurre, frecuentemente, en el caso de

los créditos de exportación, en virtud de los cuales el organismo de crédito le paga a las entidades extranjeras participantes si el deudor no paga, asumiendo así el papel de acreedor. Estos mecanismos tienen como finalidad estimular la actividad comercial, y las primas son pagadas por el sector privado. En caso de incumplimiento, el sector público actúa como acreedor de última instancia, si el organismo de crédito pertenece, de hecho, al sector público. El **país del acreedor** es importante para el análisis de la deuda, ya que una concentración excesiva de la distribución geográfica de los acreedores puede dar lugar al contagio de actividades financieras adversas. Por ejemplo, si uno o dos países son los principales acreedores, un problema en sus economías o en el saldo de la deuda externa podría obligarlos a cancelar el financiamiento al país deudor. De hecho, la concentración por países o sectores, como el bancario, podría hacer que una economía fuera sumamente dependiente de las condiciones imperantes en ese país o sector.