

**La Administración de la Deuda Pública y la
Vulnerabilidad Fiscal: Tareas para las EFS**

Comité de la Deuda Pública INTOSAI

Febrero de 2003

La Administración de la Deuda Pública y la Vulnerabilidad Fiscal:
Tareas para las EFS

“Habrá otra crisis económica global. Su detonador será diferente, distinto el país donde surja, pero será una repetición de las anteriores.”

George Muñoz, Overseas Private
Investment Corporation

Indice

Resumen	5
Introducción.....	7
A. Acceso fácil a los mercados de capital y mayores riesgos.....	8
B. Implicaciones que tienen las crisis financieras recientes para los administradores de la deuda.....	12
<i>i. Economías emergentes y en desarrollo.....</i>	<i>15</i>
<i>ii. Economías desarrolladas.....</i>	<i>17</i>
C. Tareas potenciales para las EFS: Promover los buenos principios y prácticas.....	18
<i>i. Tarea de las EFS: promover prácticas sanas para la administración de la deuda pública y el riesgo.....</i>	<i>19</i>
<i>ii. Tarea para las EFS: fomentar el mejoramiento de la información y la adopción de las mejores prácticas.....</i>	<i>22</i>
<i>iii. Tarea para las EFS: promover el establecimiento de un sistema apropiado de regulación y supervisión en el sector bancario</i>	<i>23</i>
Conclusión.....	26
Apéndice I –Crisis financieras recientes	30
La crisis financiera de 1994-1995 de México	30
La crisis del Sudeste Asiático de 1997.....	32
La crisis Rusa de 1998	35
Apéndice II- Glosario de los riesgos financieros y operativos.....	38
Riesgo de reestructuración (o refinanciamiento)	38
Riesgo de liquidez	39
Riesgos del mercado.....	39
Riesgo crediticio.....	41
Riesgo de operación.....	41



Apéndice III – La vigilancia del riesgo podría incluir indicadores de vulnerabilidad oportunos.	42
Introducción.....	42
1. Función de los indicadores de vulnerabilidad.....	43
Cuadro 1- Ejemplo de indicadores económicos tradicionales que no permitieron predecir las crisis inminentes en el Sudeste de Asia.....	45
2. Ejemplos de indicadores de vulnerabilidad	46
Cuadro 2 - Ejemplo de indicadores de vulnerabilidad de la deuda y la liquidez	47
<i>i. Indicadores de la deuda interna y externa</i>	48
<i>ii. Indicadores de liquidez</i>	51
3. Ejemplos de indicadores para evaluar riesgos en el sector de servicios financieros.	53
Cuadro 3- Ejemplos de indicadores de vulnerabilidad del sector financiero.....	54
Apéndice IV – Ejemplos de iniciativas que se han emprendido recientemente para mejorar la información	55
Bibliografía	59

Resumen

En la actualidad los administradores de la deuda pública operan en entornos financieros muy sofisticados y complejos. Un mercado de capital global puede ofrecer muchas ventajas (como, por ejemplo, más facilidades para acceder a mayores fuentes de financiamiento con un menor costo, mercados de capital internos más eficientes y la posibilidad de controlar mejor los riesgos mediante el uso de nuevos instrumentos financieros). Sin embargo, las estrategias de la deuda pública pueden resultar peligrosamente vulnerables ante eventos imprevistos tales como un deterioro del balance del sector privado capaz de provocar crisis fiscales, financieras y económicas. Los desequilibrios económicos pueden repercutir en la deuda externa de un país a tal grado que la estrategia de la deuda pública se vuelva vulnerable, lo que a su vez puede afectar a la economía en su conjunto y deteriorar seriamente la situación financiera del gobierno. Ejemplos recientes han mostrado que en las economías emergentes los desequilibrios económicos se pueden convertir en crisis financieras, dificultades para manejar la deuda junto con sus respectivas consecuencias para el equilibrio presupuestal.

A fin de proteger la situación financiera de su gobierno, los administradores de la deuda pública necesitan establecer estrategias sólidas para su administración y prácticas sanas para manejar el riesgo. Es posible que las Entidades Fiscalizadoras Superiores (EFS) quieran desempeñar un papel activo para proteger la situación financiera de los gobiernos mediante la promoción de sanas estrategias de deuda pública y prácticas de gestión de riesgos necesarias, políticas de divulgación de información y un régimen eficaz de regulación y supervisión para el sector bancario, de manera que puedan minimizarse los riesgos correspondientes a obligaciones futuras y a reclamaciones del sector público, así como las posibles obligaciones contingentes del sector privado. Los lectores deberán tomar en cuenta que las actividades propuestas deberán ubicarse dentro de la autoridad legal de las EFS. Asimismo, el ofrecer una guía no corresponde al trabajo de certificación financiera tradicional del auditor, por lo que las EFS no podrían ofrecer el mismo nivel de seguridad.



Específicamente, a través de las auditorías de desempeño de las prácticas de administración de deuda:

- 1. Es posible que las EFS quieran desempeñar un papel activo para proteger la situación financiera de los gobiernos ayudando a que se establezcan prácticas de deuda pública sanas.*
- 2. Las EFS podrían motivar a que los gobiernos se concentren más en supervisar la vulnerabilidad y den mayor prioridad a la administración del riesgo.*

Las EFS podrían incentivar la divulgación de datos y promover la necesidad de un marco de supervisión y regulación apropiado que deba adoptar el sector de servicios financieros. En consecuencia,

- 3. Las EFS podrían invitar a los gobiernos para que generen mejor información financiera y publiquen datos importantes sobre la deuda con el fin de evaluar su exposición y vulnerabilidad financiera.*

Las EFS desean evaluar la forma en que los gobiernos realizan la liberación de la divulgación de datos. Finalmente, las EFS quieren motivar a su gobierno para que observe las iniciativas internacionales que tienen por objeto mejorar los requisitos de datos y de divulgación estadística.

- 4. Es posible que las EFS deseen incentivar a los gobiernos para que los reguladores y los supervisores del sector de servicios financieros adopten prácticas que cumplan con las normas internacionales, en vista de que un sector de servicios financieros más robusto reducirá a su vez la vulnerabilidad de la deuda pública a los sucesos que afectan el balance del sector privado.*

Introducción

1. En este trabajo se examinan las tareas que las Entidades Fiscalizadoras Superiores (EFS) podrían desempeñar para reducir la vulnerabilidad fiscal de los gobiernos y el riesgo de crisis financieras. Se considera que las EFS podrían promover la adopción de las mejores prácticas para la administración de la deuda, normas apropiadas para la divulgación de la información y regímenes para regular eficazmente los servicios financieros.
2. Las EFS no pueden intervenir directamente en el establecimiento de políticas de administración de deuda pública y para la divulgación de información y regímenes para regular el sector de servicios financieros. La capacidad de una EFS para influir en los administradores de la deuda pública dependerá de sus facultades, responsabilidades y credibilidad. No obstante, dentro de los límites de sus atribuciones legales, las EFS podrían promover que los responsables de establecer las políticas adoptaran prácticas sanas para la administración de la deuda y el riesgo. Como se verá más adelante, los administradores de la deuda operan en un mercado de capitales complejo que puede anular estrategias de deuda frágiles y poner en peligro la situación fiscal de un gobierno. Es posible que las EFS requieran incorporar enfoques nuevos e interdisciplinarios en sus métodos.
3. Mediante estas actividades, las EFS podrían desempeñar una actividad de apoyo para prevenir las crisis financieras y reducir la vulnerabilidad fiscal, especialmente en un contexto en el cual los líderes de la economía mundial han dado mucha prioridad a ambas necesidades. El comunicado final que emitieron los ministros de finanzas y los gobernadores de los bancos centrales del G-20 que se reunieron en Montreal en octubre de 2000 revela claros compromisos en este sentido:

“Atendiendo al consenso internacional que se está creando al respecto, acordamos establecer políticas para reducir la vulnerabilidad de los países ante las crisis financieras, mediante los mecanismos cambiarios apropiados, e incluyen un manejo prudente de los pasivos, la participación del sector privado en la prevención y solución de las crisis



financieras, y la adopción de códigos y normas en áreas fundamentales, como transparencia, divulgación de la información, integridad de los mercados y políticas del sector financiero.” (25 de octubre de 2000)

4. En la sección A, se explican las causas por las cuales se ha facilitado tanto el crédito y se examinan las consecuencias del endeudamiento masivo. En la sección B, se consideran las implicaciones que las recientes crisis financieras han tenido para la administración de la deuda. Una de las conclusiones es que políticas sanas para la administración de la deuda y el riesgo son un requisito para proteger la situación fiscal de los gobiernos. La sección C, es más preceptiva y se refiere a las tareas que podrían cumplir las EFS a fin de promover prácticas apropiadas para la administración de la deuda y el riesgo, la divulgación de la información y la supervisión del sector de servicios bancarios. Este trabajo se acompaña de cuatro apéndices. En el Apéndice I, se examina el origen de las crisis financieras que se registraron en México, el sudeste asiático y Rusia; los errores incurridos y las causas por las cuales la situación fiscal de los gobiernos se volvió vulnerable. El Apéndice II, se refiere a los riesgos que los administradores de la deuda pública necesitan detectar, vigilar y controlar. En el Apéndice III, se señala la utilidad que podrían tener los indicadores de vulnerabilidad para detectar deterioros de las condiciones económicas que eventualmente pudieran afectar la situación fiscal de los gobiernos. El conjunto propuesto de indicadores podría ser empleado por los administradores de la deuda para detectar deficiencias potenciales de las estrategias de deuda pública y deterioros en los balances del sector privado. Finalmente, en el Apéndice IV, se informa de iniciativas que se han emprendido recientemente para aumentar la transparencia y mejorar la información.

A. Acceso fácil a los mercados de capital y mayores riesgos

5. Muchos cambios en la oferta y la demanda de los mercados de capital nacionales e internacionales ocasionaron que la disponibilidad de capitales aumentara en la década de los años noventa. A la mayor contratación de deuda contribuyeron mercados internos más profundos, así como los avances en la tecnología de la información además de nuevos y

sofisticados instrumentos financieros. Otros factores que explican la expansión del crédito internacional, especialmente en favor de las economías emergentes y en desarrollo, son los siguientes: reducción de las tasas de interés internacionales, ante lo cual los inversionistas optaron por los mercados emergentes que ofrecían mayores rendimientos; una mejor calificación del crédito, como resultado de la reestructuración de la deuda externa; la desregulación y reformas estructurales macroeconómicas; la evidente estabilidad que propiciaron los regímenes de tipo de cambio fijo; la internacionalización de las instituciones financieras y el acceso a créditos bancarios sindicados. Todos estos factores condujeron a un incremento de los flujos de capital privado (que en su mayor parte consistían en préstamos a corto plazo denominados en moneda extranjera) hacia las economías emergentes y en desarrollo, porque ofrecían altos rendimientos con riesgos supuestamente bajos. De 1990 a 1997, China, Brasil, México, Tailandia e Indonesia capturaron 50 por ciento del total de los flujos de capital privado (López-Mejía, 1999). En 1996, el total de la deuda contraída o garantizada por los gobiernos de economías emergentes y en desarrollo era de US\$1.5 billones de dólares (equivalentes a 25 por ciento del PIB de esas economías y 300 por ciento de sus reservas internacionales) (Cassard, Folkerts-Landay, 1997). Ese volumen extraordinario de capital impulsó auges económicos y permitió financiar grandes déficit en cuenta corriente.

6. En esos países los administradores de la deuda se enfrentan a diferentes condiciones en relación con el mercado de capitales. Puesto que no existen mercados de capital líquidos y muy activos que puedan manejar instrumentos crediticios nacionales, muchos gobiernos no tienen más opción que emitir instrumentos de deuda denominados en moneda extranjera, aunque a menudo no están en posibilidad de cubrir debidamente los riesgos cambiarios o de tasas de interés.
7. En vista de que los gobiernos de economías desarrolladas tienen acceso a mercados de capital internos muy activos, por lo general limitan su contratación de deuda en moneda extranjera. Por ejemplo, Canadá, Dinamarca y Nueva Zelanda solamente contraen deuda en moneda extranjera para fines de sus reservas internacionales. En el caso de los gobiernos de economías desarrolladas, la sofisticación de los mercados



de capital nacionales y el acceso incondicional a los capitales reducen considerablemente los riesgos y la vulnerabilidad fiscal.

8. En muchos casos un mayor acceso a los capitales, a través de los mercados financieros internacionales, ha generado beneficios económicos como son: crecimiento, mejora del nivel de vida y reducción de la pobreza. La susceptibilidad de los mercados de capital puede conducir a la inestabilidad cuando se debilitan las condiciones económicas. Los grandes flujos de capital pueden ser afectados abruptamente. Como ha informado el Instituto de Finanzas Internacionales, los flujos de capital privado hacia las economías de mercados emergentes se elevaron a US\$327 millardos de dólares en 1996, para descender a US\$260 millardos en 1997 y a US\$152 millardos en 1998 (Instituto de Finanzas Internacionales, 1998, p. 7). En el periodo 1996-97 salieron de Corea capitales privados por más de US\$42 millardos de dólares (9 por ciento del PIB), mientras que Tailandia perdió US\$25 millardos (15 por ciento del PIB) en el mismo período. En 1995 fueron retirados de México más de US\$55 millardos (12 por ciento del PIB) (López-Mejía, cuadro 2).
9. Una administración inadecuada de la deuda y el riesgo (incluyendo el manejo de las reservas internacionales), información insuficiente y deficiencias en la supervisión del sector financiero son factores que pueden aumentar la vulnerabilidad fiscal de un gobierno y su sensibilidad a los desequilibrios económicos. Por ejemplo, grandes montos de deuda externa pública y privada, especialmente si se han contratado a corto plazo, en moneda extranjera y sin cobertura, pueden incrementar aún más el riesgo financiero de los gobiernos. Con frecuencia muchas economías emergentes y en desarrollo utilizan los flujos de capital que captan para financiar su crecimiento, grandes déficits en la cuenta corriente, gastos gubernamentales y una elevada deuda pública. Las crisis financieras recientes han demostrado que en ocasiones el financiamiento se obtiene en condiciones fiscales y monetarias precarias y con un sector bancario estructuralmente débil.
10. A pesar de esas debilidades, que les son comunes, las economías emergentes y en desarrollo pueden atraer capitales

porque a menudo operan con regímenes cambiarios de paridad fija. Estos regímenes dan a los inversionistas la impresión de que están transfiriendo al gobierno el riesgo de la volatilidad del tipo de cambio. Sin embargo, pueden volverse insostenibles y ser objeto de ataques especulativos si, por ejemplo, la política monetaria no muestra un fuerte compromiso con el control de la inflación, el sistema bancario es débil o las reservas internacionales se consideran insuficientes. Cuando sufren ataques especulativos, las economías con pasivos elevados en moneda extranjera, que operan con regímenes cambiarios de esa naturaleza, se pueden volver muy vulnerables. Los regímenes de paridad cambiaria fija suelen derrumbarse abruptamente, como sucedió en México, Tailandia y Rusia. En diciembre de 1994, a causa de los ataques contra el peso, que agotaron las reservas internacionales del banco central, el gobierno de México se vio obligado a abandonar el tipo de cambio fijo. En vista de que los capitales extranjeros estaban saliendo de México, el gobierno tuvo dificultades para refinanciar su deuda pública. Una situación similar ocurrió en Tailandia, que dio como resultado otra devaluación monetaria en la región. En Rusia la devaluación de la moneda se combinó con un serio desequilibrio fiscal lo cual empeoró la situación. El caso más reciente es Turquía, cuyo gobierno dejó de controlar la lira en febrero de 2001 ante los ataques de los especuladores.

11. Los gobiernos que operan con regímenes cambiarios de flotación y los acreedores tampoco están inmunes, puesto que la pérdida de confianza del mercado tiende a provocar la depreciación de la moneda nacional. Para defender la moneda, las autoridades monetarias intervienen generalmente utilizando las reservas de divisas y/o aumentando las tasas de interés. Por lo tanto, una crisis monetaria puede provocar un incremento de las tasas de interés nacionales. Independientemente del régimen cambiario, los gobiernos, especialmente aquellos con sectores público y privado que tienen pasivos externos elevados que no tienen coberturas apropiadas, pueden experimentar aumentos significativos en el costo del servicio de la deuda y dificultades para acceder a los mercados de capital internacionales (véase Calvo, 2000). El mercado financiero evaluará la idoneidad del régimen cambiario con base en su credibilidad. Mientras la política fiscal sea sostenible, el sistema bancario se regule y



supervise apropiadamente, la política monetaria sea creíble y se disponga de suficientes reservas internacionales, la vulnerabilidad ante grandes choques externos será mínima (véase Edwards, 2000a).

B. Implicaciones que tienen las crisis financieras recientes para los administradores de la deuda

12. En los últimos 25 años, han sido muchas las crisis financieras que han afectado la capacidad de los gobiernos de todo el mundo para pagar su deuda, lo cual ha conducido a dificultades presupuestarias y trastornos económicos. Esas crisis han tenido consecuencias negativas muy graves como son: menores tasas de crecimiento, mayor pobreza, inestabilidad política y disturbios sociales. Las recientes crisis financieras de México (1994-95), el sudeste asiático (1997) y Rusia (1998) provocaron una grave desestabilización económica, restricciones fiscales y problemas de liquidez tanto para los gobiernos de los países directamente afectados, como para otros gobiernos alrededor del mundo (véanse Casos 1, 2 y 3 en el Apéndice I). La aparente solidez de la situación fiscal de esos gobiernos resultó insuficiente cuando se enfrentaron a circunstancias adversas imprevistas. En Brasil y algunos países del sudeste de Asia, los gobiernos se vieron obligados a refinanciar deuda (de la cual una gran parte estaba contratada a corto plazo, en moneda extranjera y a tasas de interés bajas) a tasas de interés mucho mayores. Obligados a refinanciar deuda en condiciones económicas desfavorables (como tasas de interés más altas, monedas nacionales devaluadas, colapso del sector bancario y falta de acceso al crédito), la vulnerabilidad fiscal de esos gobiernos se incrementó significativamente. Por ejemplo, a mediados de 1999 el gobierno de Corea había gastado cerca de US\$39 millones de dólares para recapitalizar a las instituciones financieras en peligro y comprar cartera vencida. Los costos presupuestarios (es decir, los intereses pagados por los bonos que emitió el gobierno para financiar esa operación de rescate) ascendían a US\$7 millones de dólares (FMI, 1999, p.75). La recesión de tres años en Argentina provocó la crisis financiera más reciente. En virtud de que en 2006 vencerían instrumentos de deuda por más de US\$50 millones de dólares y esto generaría problemas de liquidez,

el gobierno anunció en mayo de 2001 que ofrecería un bono swap por US\$66.7 millardos con vencimiento al 2031 a los tenedores de deuda pública denominada en pesos o en dólares con el fin de reducir las presiones de financiamiento. A la vez que facilita los pagos de la deuda, esta acción generará pagos más elevados del servicio de la deuda, debido a que Argentina tendrá que ofrecer mayores rendimientos sobre los instrumentos de deuda nuevos para compensar a los tenedores de bonos, el riesgo mayor al conservar los valores a largo plazo y por los costos de la operación. En fecha reciente hubo nerviosismo entre los inversionistas extranjeros por el riesgo potencial de una moratoria y el contagio que esto podría acarrear a los países cercanos.

13. La combinación de mercados de capital globales adversos al riesgo y vulnerabilidades nacionales puede crear dificultades a los administradores de la deuda pública. Los orígenes de las crisis variarán de un país a otro. Podrán consistir en desequilibrios macroeconómicos internos como son: políticas presupuestales insostenibles; un desempeño económico desfavorable, que reduzcan los ingresos del gobierno, políticas monetarias y cambiarias ineficaces que conduzcan a devaluaciones o desequilibrios entre los activos y los pasivos del sector privado que obliguen al gobierno a garantizar montos elevados de deuda. Las crisis también pueden ser exógenas. Factores externos, como un aumento de las tasas de interés internacionales que incremente los costos de la deuda pública, el descenso de los precios internacionales de mercancías que se traduzca en dificultades en la balanza de pagos, la devaluación de la moneda o el simple contagio de un país vecino, pueden influir para que la situación fiscal de un gobierno se vuelva vulnerable.
14. La calidad de las prácticas que se apliquen para la administración de la deuda pública influirá en la vulnerabilidad fiscal de un gobierno y en su sensibilidad a los choques. Si la estrategia de deuda pública de un gobierno no presta suficiente atención a los riesgos y costos y a las debilidades macroeconómicas y financieras potenciales, podría tener dificultades para cumplir las obligaciones relacionadas con el servicio de la deuda. Los responsables de establecer las políticas deben dar especial



atención a la necesidad de mantener un delicado equilibrio entre la reducción de los costos del servicio de la deuda y la reducción de riesgos, como los de refinanciamiento y del mercado. Los administradores de la deuda deben identificar y recomendar políticas de deuda pública apropiadas para proteger el equilibrio fiscal del gobierno. Las estrategias que recomienden deberán basarse en prácticas apropiadas para manejar el riesgo. Por consiguiente, los administradores de la deuda deberán gestionar la deuda pública considerando la posibilidad de que ocurran ciertos sucesos y sus consecuencias y costos que puedan tener para la situación fiscal del gobierno. Los administradores de la deuda necesitan establecer estrategias viables que reduzcan los riesgos para la situación fiscal del gobierno.

15. Al establecer las estrategias de deuda pública, es conveniente que los administradores consideren los escenarios pesimistas posibles -situaciones que si ocurrieran, y si contaran con estrategias de deuda inadecuadas y frágiles, podrían generar daños a la situación fiscal del gobierno. Las condiciones económicas y la situación financiera de los activos y pasivos de la economía (los balances generales de los sectores público y privado, incluyendo sus pasivos contingentes) afectarán la situación fiscal de un gobierno y su capacidad para cumplir el servicio de su deuda. Por tanto, los administradores de la deuda pública no deberán efectuar una planeación aislada, en el supuesto de que la deuda de cuya administración son responsables, independiente de los choques económicos y los pasivos del sector privado.
16. Las condiciones políticas, económicas e institucionales influirán en la forma en que se administre la deuda pública y los administradores operarán de manera distinta de acuerdo con el riesgo y los costos a que se enfrenten. Por ejemplo, existe una relación inversa entre el tamaño de una economía y su vulnerabilidad. Las economías emergentes o en desarrollo menos diversificadas que tienen mercados financieros menos desarrollados y acceso limitado al capital internacional, serán más vulnerables y sensibles a los choques económicos, incluyendo el contagio de países vecinos. Los administradores de la deuda que operen en entornos adversos semejantes deben ser astutos.

i. Economías emergentes y en desarrollo

17. En vista de las implicaciones de las crisis financieras recientes y la complejidad de los mercados de capital, para los administradores de la deuda en las economías emergentes y en desarrollo podría ser conveniente emplear estrategias orientadas a reducir la vulnerabilidad fiscal. Por consiguiente, cuando se intente de equilibrar los costos y los riesgos, podría considerarse preferible que los administradores de la deuda se inclinaran por reducir los riesgos tanto como fuera posible. En el Apéndice II, se indican los riesgos que deben controlar los administradores de la deuda, tales como: el riesgo de refinanciamiento, el riesgo de liquidez y los riesgos del mercado (variaciones de los tipos de cambio y las tasas de interés).
18. Debe establecerse un equilibrio entre la reducción de riesgos y de costos; sin embargo, ambos son costosos. La deuda con vencimiento promedio a largo plazo reduce los riesgos, pero puede ser muy costosa si la curva de rendimientos es positiva. La deuda en moneda extranjera con vencimiento a corto plazo es atractiva desde el punto de vista del costo de su servicio, pero puede ser muy riesgosa y aumentar la vulnerabilidad fiscal del gobierno. Si se depende demasiado de valores a tasas de interés variables o instrumentos crediticios de corto plazo para reducir los costos, la vulnerabilidad podría aumentar, por el impacto que unas tasas de interés más elevadas podría tener en el costo del servicio de la deuda. La conservación de reservas internacionales bajas también podría afectar negativamente al gobierno, porque se incrementaría el riesgo de moratoria en caso de una crisis. En enero de 2000, el nuevo gobierno de Ucrania debía pagar US\$3 millones de dólares por concepto del servicio de la deuda y sólo disponía de US\$1 millón de dólares de reservas internacionales. Si se minimizan los costos del servicio de la deuda sin considerar debidamente el riesgo puede resultar más oneroso, si se toman en cuenta las consecuencias económicas que podrían tener embates imprevistos. En el caso de las economías emergentes y en desarrollo, puede ser preferible pagar más por concepto del servicio de la deuda para crear una estructura de deuda que proteja el equilibrio fiscal del gobierno.



-
-
19. Los administradores de la deuda pueden beneficiarse si consideran en sus planes los peores escenarios posibles, incluyendo el efecto que potenciales pasivos contingentes puedan tener en la situación financiera del gobierno. Una planeación pesimista será una garantía de que se ha establecido un margen (por ejemplo, en forma de reservas internacionales) para enfrentar sacudidas desfavorables y un perfil de vencimientos apropiado. Como se ha argumentado recientemente:

“Debe controlarse toda su exposición, tanto de los riesgos que se reflejen en el balance general como de aquellos que no se incluyen en el mismo. Tanto las economías emergentes como las desarrolladas han comprobado que una banca insolvente y/o redes de protección bancaria mal diseñadas pueden ocasionar grandes costos al sector público y un súbito deterioro de la situación financiera del propio gobierno. Otras garantías soberanas de deuda privada pueden tener un efecto similar. Es por ello que para la administración de la deuda soberana necesitan considerarse los pasivos contingentes del gobierno.”
(Geithner, 1999)

20. Otra estrategia que los administradores de la deuda pública podrían considerar, sería recurrir a los mercados de capital interno en mayor medida. La obtención de financiamiento en los mercados externos mediante instrumentos de deuda denominados en moneda extranjera y sin coberturas podría resultar inadecuado dados los riesgos y sus posibles consecuencias. Si la moneda nacional se deprecia, los instrumentos crediticios en moneda extranjera sin cobertura pueden incrementar significativamente los pasivos del gobierno y su vulnerabilidad (como el riesgo de moratoria) a medida que la deuda vence y se reestructura. Por tanto, una estrategia de deuda que podría considerarse como apropiada, porque reduce el costo del servicio de la deuda, resultaría una decisión errónea cuando se han deteriorado las condiciones del mercado. Si los mercados de capital internos son limitados y no se tiene acceso a financiamiento masivo en divisas extranjeras, dentro de lo posible y para controlar el riesgo cambiario, los administradores

de la deuda tendrían que suscribir instrumentos derivados para mitigar las fluctuaciones cambiarias. Sin embargo, y dada la naturaleza y complejidad de los instrumentos derivados, deben tomar en consideración que un programa de reducción del riesgo que no haya sido diseñado correctamente puede tener un efecto negativo y aumentar aún más la exposición al riesgo.

21. Adicionalmente, y tomando en cuenta el papel dominante del gobierno como emisor en el mercado interno de estas economías, los administradores de la deuda deberán tomar en cuenta la forma en que el estado se relaciona con el mercado y tener cuidado de comportamientos oportunistas.

ii. Economías desarrolladas

22. En el caso de las economías desarrolladas que tienen un mercado de capital interno eficaz, con acceso ilimitado a los mercados de capitales internacionales y condiciones macroeconómicas estables, las estrategias de la deuda están sujetas a menos presiones y no tienen posibilidades de fracasar, a menos que ocurran condiciones anormales extraordinarias en el mercado. En un informe sobre la administración de la deuda de abril de 2000, la Oficina del Auditor de Canadá señalaba que, a pesar de que su situación fiscal mejoraba rápidamente, el gobierno canadiense había decidido incrementar la porción de su deuda a tasa fija. Al mismo tiempo, el gobierno había aumentado sustancialmente sus reservas internacionales. En ese informe se concluía que el gobierno debía revisar la estructura de su deuda para asegurarse de que siguiera siendo válida a la luz de las nuevas condiciones fiscales, económicas y políticas. De manera similar, un Comité Asesor de la Deuda de la Tesorería de los Estados Unidos argumentaba en febrero de 2000 que, en el contexto de una deuda que tendía a descender, no parecía razonable que se ampliara el plazo promedio de su vencimiento. Por tanto, recomendaba reducir ese plazo a medida que la deuda se amortizara. Los responsables de establecer las políticas no deben recomendar una estructura de deuda pública que aumente innecesariamente la estabilidad a costa de mayores costos por el servicio de la deuda.



C. Tareas potenciales para las EFS: Promover los buenos principios y prácticas

23. Con los recientes acontecimientos y la globalización de los mercados de capital, ha aumentado la necesidad de aplicar prácticas sanas para la administración de la deuda pública y sus riesgos, con objeto de proteger mejor la situación presupuestal de los gobiernos. A fin de contribuir activamente a proteger la situación financiera de los gobiernos, las EFS podrían promover estrategias de deuda sólidas y prácticas idóneas para el manejo del riesgo, políticas en materia de transparencia y regímenes eficaces para la supervisión y regulación del sector bancario, con el propósito de reducir los riesgos asociados tanto con las futuras obligaciones y derechos del sector público como con las obligaciones y derechos contingentes que deriven de su relación con el sector privado. Las EFS deberán actuar en el ámbito de sus facultades legales para desempeñar estas funciones. Adicionalmente, la función de orientar es diferente del trabajo tradicional de certificación financiera del auditor, en consecuencia, las EFS no estarán en posibilidad de ofrecer el mismo nivel de seguridad.

24. Más específicamente, mediante la revisión de las prácticas empleadas para la administración de la deuda:

1. Las EFS podrían contribuir activamente a proteger la situación financiera de los gobiernos en la medida en que ayuden a asegurar que se establezcan prácticas sanas y sólidas para la administración de la deuda pública.

2. Las EFS podrían estimular a los gobiernos para que presten mayor atención a la vigilancia de su vulnerabilidad y dar gran prioridad a la administración del riesgo.

Asimismo, las EFS podrían fomentar la divulgación de la información y promover la necesidad de adoptar un sistema apropiado para regular y supervisar al sector de servicios financieros. Por tanto,

3. Las EFS podrían estimular a los gobiernos para que mejoren su información financiera y publiquen información esencial sobre su deuda que permita evaluar su vulnerabilidad financiera y su riesgo. Las EFS podrían evaluar el desempeño

de los gobiernos en lo que se refiere a la presentación de su información. Finalmente, las EFS podrían recomendar a los gobiernos que se apeguen a las iniciativas internacionales orientadas a mejorar la información estadística y la calidad de la información en general.

- 4. Las EFS podrían estimular a los gobiernos para que se aseguren que los responsables de regular y supervisar al sector de servicios financieros adopten prácticas acordes con las normas internacionales, en virtud de que con un sector financiero sólido se reducirá la vulnerabilidad de la deuda pública ante eventos que puedan afectar la situación financiera del sector privado.*
- i. Tarea de las EFS: promover prácticas sanas para la administración de la deuda pública y el riesgo*
25. Mediante auditorías financieras y de desempeño, las EFS podrían promover la adopción de estrategias de deuda pública sanas y sólidas, así como prácticas apropiadas para el manejo del riesgo. La estrategia de la administración de la deuda que se recomendó a los funcionarios tendría que basarse en un delicado equilibrio entre los costos y los beneficios, y establecerse mediante técnicas prospectivas de análisis de riesgo. Las estrategias y prácticas sanas no sólo pueden contribuir a reducir la vulnerabilidad fiscal, sino que a la larga tienden a reducir los gastos por concepto de intereses, lo cual puede tener un efecto positivo en la sustentabilidad de la deuda. Las estrategias de deuda apropiadas también pueden incrementar la eficacia de los mercados de capital (por ejemplo, con una mayor liquidez se reducirían las diferencias entre las tasas de interés).
26. Para ayudar a que los gobiernos y las autoridades responsables de administrar su deuda establezcan estrategias sanas y sólidas, en la actualidad el FMI y el Banco Mundial están desarrollando directrices a fin de establecer prácticas apropiadas para la administración de la deuda y la liquidez de los gobiernos. Ambas organizaciones están cooperando para diseñar principios generales con objeto de ayudar a que los gobiernos mejoren sus políticas de deuda y reduzcan su vulnerabilidad fiscal (véase FMI, 2001a). La propuesta no se basa en un enfoque aplicable en todos los casos. Es un compendio de prácticas para



la administración de la deuda pública que se han acordado con base en el consenso que existe respecto a las prácticas que se consideran prudentes y deseables en la materia, como es el establecimiento de objetivos claros para la administración de la deuda; la separación y coordinación de la administración de la deuda y la política monetaria; límites para el crecimiento de la deuda; delegación de facultades; transparencia y rendición de cuentas claras; y la implantación de estándares relativos a la estructura monetaria, duración y vencimiento, etc. Las EFS podrían recomendar a sus gobiernos que consideraran la conveniencia de adoptar las mejores prácticas para la administración de su deuda, como las directrices que se están desarrollando al respecto.

27. Las EFS también podrían promover prácticas para asegurarse de que las autoridades fiscales fueran conscientes del impacto que pueden tener los desequilibrios económicos en la situación financiera del gobierno y el costo de la deuda pública.
28. Las EFS también podrían recomendar a los administradores de la deuda que dieran mayor prioridad a la adopción de prácticas apropiadas para el manejo del riesgo. La deuda del gobierno es con frecuencia la cartera más grande del país y puede generar riesgos sustanciales para el balance general de su economía y la estabilidad de sus finanzas. Los administradores de la deuda pública deben ser capaces de detectar, evaluar y controlar los riesgos. Los administradores de la deuda deben mantenerse alerta para advertir el deterioro de los fundamentos de la economía y, en su caso, revisar las estrategias de la deuda. Para dar seguimiento a los signos de deterioro de las condiciones del mercado podrían emplearse indicadores de vulnerabilidad. En el Apéndice III, se examina con detalle la utilidad de esos indicadores.
29. Los administradores de la deuda deben tomar en cuenta tanto el entorno de la deuda pública en que operan como el entorno de la economía en general. En un entorno en el cual los gobiernos están expuestos al contagio y a grandes embates externos, y considerando el impacto que la deuda pública puede tener en la economía en general, la administración del riesgo cobra particular importancia. Ello implica considerar los riesgos económicos y financieros a que están expuestos el gobierno

y otros sectores de la economía (como, por ejemplo, un desequilibrio entre los activos y pasivos del sector bancario). Por consiguiente, los administradores de la deuda pública podrían adoptar estrategias para reducir tanto los costos como los riesgos y las posibles consecuencias de los riesgos. Para medir las consecuencias de los desequilibrios financieros y vigilar los riesgos, los administradores de la deuda pueden emplear las técnicas prospectivas que se utilizan para el manejo del riesgo. Las pruebas de presión son una herramienta esencial para simular el grado de solidez que tendrá la estrategia de deuda de un gobierno en condiciones desfavorables del mercado; deben emplearse para probar escenarios extremos, pero posibles. También puede analizarse el efecto que tendrían en la administración de la deuda otros sucesos como pérdidas de las reservas internacionales a causa de variaciones cambiarias, salida de capitales como resultado del colapso del sistema bancario o una estructura de vencimientos distinta. Costo a Riesgo (CaR) es una importante herramienta financiera que permite medir la variabilidad del costo del servicio de la deuda en un intervalo de confianza determinado. El resultado es la probabilidad de que el costo de la deuda no exceda de cierto umbral en un año determinado. Cuando son manejados en forma apropiada, los derivados financieros de tasas de interés y swaps en divisas cruzadas son herramientas de administración de riesgos que pueden reducir toda la exposición al riesgo. Se trata de instrumentos financieros complejos que pueden aumentar el riesgo cuando los manejan sistemas gubernamentales inadecuados (por ejemplo, límites de riesgos ineficaces). En conjunto, todas estas técnicas deberían permitir a los administradores de deuda pública identificar, supervisar y controlar los riesgos y establecer estrategias apropiadas. La correcta administración del riesgo debería proteger la situación financiera del gobierno.

30. Las estrategias apropiadas para la administración de la deuda y el riesgo son esenciales para proteger la situación fiscal del gobierno. Deterioros en las condiciones del mercado que no se manifiestan en la actualidad podrían mermar la soberanía de un gobierno y limitar la capacidad de sus políticas para responder a futuros retos. Las estrategias sólidas y una adecuada inistración del riesgo deben garantizar que las obligaciones



de deuda se manejen con propiedad y orden, y sin ejercer demasiada presión sobre la situación presupuestal del gobierno.

ii. Tarea para las EFS: fomentar el mejoramiento de la información y la adopción de las mejores prácticas

31. Las crisis financieras de Rusia, el sudeste de Asia y Brasil han mostrado las deficiencias con que se han evaluado, vigilado y controlado los riesgos. Ello ha obedecido en parte a la falta de información financiera y económica confiable. Los participantes en el mercado y quienes establecían las políticas tenían dificultades para evaluar la vulnerabilidad fiscal de las economías y sus gobiernos a causa de las limitaciones de la información. En palabras de Arthur Levitt: “Una economía global exige que los inversionistas tengan confianza en las cifras financieras con base en criterios globales”. Una mayor transparencia debe traducirse en un mejor funcionamiento del mercado de capitales.
32. La información apropiada, los informes financieros confiables y la transparencia, son requisitos fundamentales para la evaluación de la vulnerabilidad. El establecimiento de una administración de deuda y riesgos sana se facilitará si cuentan con datos de calidad sobre el gobierno y la economía en su conjunto. Por ejemplo, en ocasiones se emite información incorrecta sobre la cantidad de reservas internacionales que resultan ser inferiores a lo previsto (como fue el caso de Corea, Tailandia y Malasia). Varias de las iniciativas que han emprendido organizaciones internacionales como el FMI y los Bancos Internacionales deben conducir al establecimiento de nuevas normas para la divulgación de la información y los requisitos que debe cumplir (véase el Apéndice IV). Esas iniciativas también deben contribuir al logro de políticas macroeconómicas idóneas.
33. Una mayor transparencia y mejor información podrían conducir al mejoramiento de las estrategias para la administración de la deuda, menos vulnerabilidad fiscal y el fortalecimiento de los sistemas financieros internacionales. Si se dispusiera de la información necesaria para sustentar las decisiones en los sectores público y privado, funcionarían mejor los mercados financieros globales. Al contar con mejor información y datos

exactos, los inversionistas, los responsables de establecer las políticas, las autoridades reguladoras y los administradores de la deuda tendrían mayores elementos de juicio para evaluar la vulnerabilidad. También estarían en mayor posibilidad de evaluar los riesgos inherentes a los flujos de capital, las reservas internacionales, la deuda pública y la deuda externa (definida simplemente como el total de los pasivos de una economía con relación al resto del mundo - véase la nota 2 del Cuadro 2).

34. Con prácticas apropiadas para presentar la información financiera del sector público, mejoraría la rendición de cuentas de los gobiernos y se reduciría su vulnerabilidad fiscal. Por tanto, se considera que las EFS, dentro de los límites de sus atribuciones, deben practicar auditorías a fin de estimular a sus gobiernos para que generen informes creíbles, oportunos y confiables con relación a la deuda pública, así como otro tipo de datos económicos necesarios para evaluar la vulnerabilidad fiscal. Específicamente, las EFS desean recomendar a sus gobiernos que publiquen los principales indicadores relacionados con el tamaño de su deuda externa, la estructura de la deuda pública (vencimiento, plazo, proporción deuda fija-deuda variable y la composición de divisas), así como informes detallados sobre los bienes de las reservas internacionales (incluyendo el nivel de liquidez y la posición cambiaria) y los movimientos de capital. Las EFS podrían evaluar el desempeño de los gobiernos en lo que se refiere a divulgación y presentación de su información.

iii. Tarea para las EFS: promover el establecimiento de un sistema apropiado de regulación y supervisión en el sector bancario

35. El deterioro de las condiciones del sector de servicios financieros puede incrementar la vulnerabilidad fiscal del gobierno, especialmente en el caso de las economías emergentes y en desarrollo. En consecuencia, puede ser un factor importante de crisis financieras. Las instituciones del sector financiero son especialmente vulnerables porque con frecuencia operan con un apalancamiento excesivo, en ocasiones existe un desequilibrio entre sus activos y sus pasivos (incluyendo vencimientos en moneda extranjera), las prácticas para la administración del riesgo no siempre son adecuadas y es común la debilidad de los



sistemas de regulación y supervisión. Además, a causa de una peligrosa dinámica asociada con el principio “demasiado grande para quebrar” (es decir, la red de protección implícita donde no debe permitirse quebrar a las instituciones financieras), algunas veces se asumen riesgos excesivos.

36. En una economía en la que el sector empresarial que opera con un apalancamiento excesivo (como las grandes instituciones financieras) está en situación de quiebra, la posición financiera del gobierno puede registrar una enorme pérdida fiscal si se proporcionan redes de seguridad. Como señaló Standard & Poor's: “A menudo las crisis sistémicas constituyen una carga fiscal considerable; cuando los bancos quiebran, es frecuente que los gobiernos provean liquidez y garantías, asuman créditos incobrables e inyecten capital accionario”. (Standard & Poor's, diciembre de 1997). Por otra parte:

“El costo fiscal directo del apoyo financiero que se presta a un sistema bancario en crisis, al igual que su costo indirecto para la economía real, puede ser elevado. La magnitud de ambos costos se mide en función del nivel probable de la crisis sistémica (en el sector financiero) y del tamaño del sistema financiero con relación con la producción de un país.” (Standard & Poor's, septiembre de 1998)

37. Como se ha informado, los costos del rescate han sido cuantiosos para el sector público.

“Los costos en que ha incurrido el sector público para resolver las crisis bancarias en los países en desarrollo (entre 1980 y 1995) se han estimado en alrededor de US\$250 millones de dólares. En más de una docena de esas crisis bancarias, los costos del rescate para el sector público representaron 10 por ciento o más del PIB del país. Se espera que resulte enorme el costo de la recapitalización de los bancos en los países más afectados por la crisis financiera que sufre Asia y en relación con el PIB, del orden de 58 por ciento en Indonesia, 30 por ciento en Tailandia, 16 por ciento en Corea del Sur y 10 por ciento en Malasia.”(Goldstein 2000, p. 1)

-
-
38. Para reducir el riesgo de crisis financieras, las autoridades responsables de regular a la banca podrían establecer mecanismos eficaces para supervisar al sector de servicios financieros. Por ejemplo, un régimen fuerte y eficaz podría limitar la asunción de riesgos excesivos y favorecer prácticas administrativas apropiadas. Un régimen de supervisión eficaz también podría asegurar que los estados financieros del sector financiero fueran verdaderamente representativos. Por tanto, en el caso de las economías emergentes y en desarrollo, uno de los elementos de juicio más importantes para evaluar la vulnerabilidad fiscal del gobierno sería la calidad del sistema establecido para regular y supervisar al sector financiero y el efecto que el sector bancario pudiera tener en la deuda pública.
39. La degradación de la calidad de los activos en los balances generales y súbitas salidas de capital suelen tomar por sorpresa a los organismos de vigilancia. El rápido crecimiento de préstamos que se registraran en épocas de expansión del crédito fue excesivo para los recursos asignados a la supervisión de la banca. Las crisis recientes de México, el sudeste de Asia y Rusia pueden atribuirse a deficiencias en la supervisión del sector financiero, y no solamente a las relacionadas con la divulgación de información. Al respecto, conviene señalar que “los países que no sufrieron crisis en el este de Asia, Singapur, Hong Kong y Taiwán contaban con una supervisión firme y prudente.” (Mishkin, 2000, p. 9).
40. Muchas organizaciones, agencias y grupos de trabajo internacionales han estado desarrollando directrices, mejores prácticas y requisitos más estrictos en materia de información para mejorar la estabilidad financiera internacional. Por ejemplo, el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria, emitió en 1997, los Principios Esenciales de Basilea para una Banca Eficaz, cuya finalidad es servir como referencia básica para las autoridades encargadas de la supervisión que pueden servir de referencia en el ejercicio de supervisión de todas las instituciones financieras dentro del área de su competencia. En febrero de 1999, los Ministros de Finanzas del G-7 establecieron el Foro de Estabilidad Financiera para fortalecer la cooperación de los grupos internacionales que participan en la regulación y supervisión del sector financiero como son el FMI, el Banco Mundial, la Federación Internacional de Contadores y el Comité Internacional de Normas Contables.



Ese foro debe promover la estabilidad financiera internacional mediante el intercambio de información y la cooperación en materia de supervisión internacional. Ese mismo año, el FMI y el Banco Mundial introdujeron el Programa de Evaluación del Sector Financiero, el cual trata de identificar las fortalezas y debilidades del sector financiero de un país y revisa las prácticas de administración de riesgos.

41. Podría afirmarse que las crisis financieras recientes se habrían evitado o al menos aminorado de haber existido un marco regulador más estricto y una mayor vigilancia del sector financiero, que diera como resultado mejores prácticas para controlar los flujos de capital y el otorgamiento de créditos y sistemas financieros más transparentes, incluyendo estados financieros confiables.
42. A través de auditorías al desempeño, las EFS podrían estimular a los gobiernos para que efectuaran mejores funciones de regulación y supervisión del sector financiero. Las EFS podrían promover que los responsables de regular y supervisar a la banca nacional analicen cuidadosamente la conveniencia de adoptar normas y prácticas que se estén diseñando y que respondan verdaderamente los informes de evaluación de cumplimiento. Se estima que la adopción generalizada de normas y prácticas, aceptadas a nivel internacional, relacionadas, por ejemplo con la administración del riesgo; requisitos de divulgación y transparencia; ética de negocios y las normas contables, podrían contribuir al buen funcionamiento de los mercados financieros y generar sistemas financieros internacionales más sólidos. A la vez que promueven la estabilidad financiera internacional, mejoran el funcionamiento de los mercados y reducen el riesgo sistémico, si llegan a prosperar, estas iniciativas podrían reducir la vulnerabilidad fiscal de los gobiernos.

Conclusión

43. Los acontecimientos recientes han demostrado que la vulnerabilidad económica y la globalización de los mercados financieros pueden ser una combinación explosiva. Las políticas presupuestarias sanas que llegan a reducir la deuda pública como proporción del PIB podrían ser insuficientes para proteger la situación fiscal de un gobierno ante los impactos económicos.

La crisis de México es un ejemplo de que, a pesar de indicadores presupuestarios positivos, es importante mantener la deuda al margen de impactos adversos. Como han argumentado Cassard y Folkerts-Landay:

“La deuda pública de México era relativamente moderada de acuerdo con la media de la OCDE, 51 por ciento del PIB, en comparación con un promedio de 71 por ciento de los países miembros de la OCDE. La crisis de México puso de relieve la dificultad y el costo de refinanciar un volumen sustancial de deuda en moneda extranjera que vencía en mercados de divisas turbulentos. La vulnerabilidad de la economía mexicana ante una crisis financiera se agravó por el hecho de que las reservas internacionales de México ascendían a US\$6.3 millardos a finales de 1994 y que en 1995 vencían US\$29 millardos en Tesobonos (valores gubernamentales de corto plazo indexados al dólar).”
(Cassard y Folkerts-Landay, 1997)

44. Las crisis financieras recientes han demostrado que la situación fiscal de los gobiernos puede ser vulnerable, no solamente por problemas tradicionales tales como un déficit creciente o desequilibrios en la balanza comercial, sino por el efecto de la volatilidad de los mercados de capital en la deuda de los sectores público y privado. La historia reciente proporciona muchos ejemplos de economías emergentes o en desarrollo con un tipo de cambio fijo y montos elevados de deuda a corto plazo que sufrieron un súbito cambio en los flujos de capital y una grave depreciación de sus activos, al tiempo que se derrumbaba el sector de servicios financieros. Resulta difícil manejar apropiadamente la deuda soberana en un entorno financiero tan volátil y riesgoso donde, por ejemplo, los pasivos del sector privado pueden convertirse en obligaciones del sector público, poniendo en peligro su situación fiscal.
45. En este estudio se han mostrado las razones por las cuales una inadecuada administración de la deuda pública, cuando se deterioran las condiciones del mercado, puede conducir a debilidades de las finanzas públicas y a la vulnerabilidad fiscal. Por tanto, las estrategias sólidas de la administración de deuda y un manejo apropiado de riesgos podrían incrementar la capacidad de las economías y de sus gobiernos para resistir los impactos.



-
-
46. Para los gobiernos de las economías emergentes o en desarrollo, las buenas prácticas para administrar la deuda y los riesgos comprenden mantener grandes reservas internacionales en relación con los pasivos externos de la economía; reducir el riesgo de reestructuración mediante una mayor contratación de deuda a largo plazo; incrementar el promedio de los plazos de vencimiento; y contraer deuda en moneda nacional, y así reducir la dependencia de los financiamientos externos. Es evidente que la introducción de nuevas prácticas para la administración de la deuda y los riesgos podrían ser difíciles para esos países, por factores tales como deficiencias de las políticas monetarias y cambiarias, así como y limitaciones para acceder a los mercados de capital extranjeros e internos.
47. Dentro de los límites de sus facultades, las EFS podrían contribuir a garantizar que la situación fiscal del gobierno no fuese vulnerable, mediante auditorías que indujeran a la adopción de las mejores prácticas para la administración de la deuda y el riesgo.
48. Un acceso a información económica y financiera completa y correcta podría también coadyuvar a reducir la vulnerabilidad fiscal. Iniciativas recientes (como las relacionadas con la transparencia en la política fiscal, monetaria y financiera, la divulgación de información) podrían ser muy útiles en estos aspectos. Las EFS podrían contribuir a promover la divulgación de información adecuada y una mayor transparencia. La publicación de datos creíbles, confiables y correctos sobre la deuda pública, la deuda externa, los flujos de capital y el nivel de liquidez podrían reducir la vulnerabilidad fiscal.
49. Finalmente, las EFS, mediante la selección de las áreas que auditarán y la forma en que las realizarán, podrían influir para que los gobiernos fortalezcan, en la mayor medida posible, el régimen establecido para regular y supervisar al sector de servicios financieros, ya que el mismo puede ser una fuente importante de vulnerabilidad fiscal. Esto es especialmente cierto en el caso de las economías emergentes y en desarrollo. Como ha señalado el FMI: “...El sector público tiene una tarea para asegurar la creación y el mantenimiento de condiciones favorables para un manejo adecuado de riesgos en otros sectores” .(FMI, 2000b, párrafo 76). Consideramos que esa

tarea se extiende a las EFS, que podrían promover la detección, evaluación y vigilancia de los riesgos en el sector bancario. La reversión de los flujos de capital y el colapso del sector financiero pueden dañar seriamente la situación fiscal de los gobiernos. Una mejor supervisión de los bancos permitiría que el gobierno estuviera en mayor posibilidad de supervisar los flujos de capital de corto plazo y evaluar los desequilibrios entre los activos y los pasivos. Una regulación adecuada podría ayudar a asegurar que los estados financieros de las instituciones financieras sean veraces y que tengan establecidas prácticas administrativas apropiadas. La vulnerabilidad fiscal se reduciría considerablemente si el gobierno adopta las “mejores prácticas” para el sector bancario que se están desarrollando mediante varias iniciativas internacionales.

50. Las EFS podrían cumplir una función catalizadora en estas áreas. Su trabajo de auditoría, podría influir para que los gobiernos se adhirieran a las iniciativas internacionales y participaran en ellas, lo cual podría conducir a una mayor transparencia, mejor información, prácticas más apropiadas para la administración de la deuda y la evaluación del riesgo y, finalmente, un mejor funcionamiento de los mercados y una menor vulnerabilidad fiscal.
51. Concluiremos con dos advertencias. Si bien las EFS debieran promover la adopción de prácticas idóneas para fortalecer la capacidad de los administradores de la deuda y reducir la vulnerabilidad fiscal, la administración eficaz de la deuda no debe considerarse como una panacea para políticas fiscales y monetarias inadecuadas. Existe un límite para lo que se puede lograr mediante las prácticas para la administración de la deuda y el riesgo, cuando los fundamentos macroeconómicos no son sólidos. Asimismo, en ocasiones la intervención de las instituciones financieras internacionales podría traducirse en fallas de los mercados. Al reducir el riesgo de pérdidas financieras o de la magnitud de las pérdidas, en ciertos casos los gobiernos evitarán adoptar medidas preventivas. Aunque en entornos tan difíciles su influencia puede ser limitada, seguirá siendo importante que las EFS promuevan, tanto como sea posible, la adopción de prácticas y estrategias orientadas a reducir la vulnerabilidad fiscal.



Apéndice I - Crisis financieras recientes

Caso I

La crisis financiera de 1994-1995 de México

1. La pérdida de confianza en la capacidad de pago, en el potencial económico de México y la abrupta suspensión de los flujos de capital que siguió a la devaluación del peso en diciembre de 1994 precipitaron a la economía mexicana a una crisis financiera. Durante el colapso, estrategias de deuda vulnerables fueron una amenaza para las finanzas públicas de México. Al parecer los administradores de la deuda no incorporaron en forma adecuada el deterioro de los fundamentos económicos a su estrategia de deuda.
2. El gobierno mexicano había efectuado cambios económicos profundos desde mediados de la década de los ochenta. Liberalizó el sector comercial, adoptó un plan de estabilización económica e introdujo políticas orientadas al mercado. Después de esas reformas, la situación financiera del gobierno empezó a mejorar, aumentó el crecimiento en forma importante, la inflación bajó y la inversión extranjera provocó grandes flujos de capital. Los inversionistas creyeron que los fundamentos económicos eran fuertes y sostenibles. Una proporción importante de flujos de capital ingresó en forma de capital accionario y valores de deuda a corto plazo (por ejemplo, Cetes -títulos gubernamentales a corto plazo, denominados en pesos y tesobonos –valores de corto plazo denominados en pesos indexados al dólar), no en forma de “activos” fijos. El déficit creciente en la cuenta corriente de México fue financiado con los grandes flujos de capital extranjero.
3. Las mejores expectativas económicas, la reducción de la deuda pública interna, una extraordinaria disponibilidad de deuda garantizada en los mercados internacionales y el auge del mercado inmobiliario contribuyeron a la superabundancia de capital. A principios de 1994, con la primera señal de desaceleración económica, comenzaron a presentarse incumplimientos de pago. El sector bancario, que había sido privatizado recientemente, no pudo manejar debidamente la expansión del crédito y no había establecido políticas apropiadas para su otorgamiento



(existían asimetrías en las estructuras de activos y pasivos, y en compromisos de liquidez, faltaba personal calificado, el riesgo no se administraba adecuadamente y la capitalización era insuficiente). Todo parece indicar que las deficiencias de la supervisión de la banca agravaron las debilidades del mercado.

4. En 1994, el levantamiento armado en Chiapas de enero, el asesinato del candidato presidencial del PRI en marzo y del Secretario General del mismo partido en septiembre, minaron la confianza de los inversionistas. Por otra parte, el constante aumento de las tasas de interés real en los Estados Unidos ejerció presiones sobre el peso e hizo que los valores de México fueran menos atractivos para los inversionistas. En lugar de reducir los gastos, devaluar el peso o incrementar más la tasa de interés para seguir captando inversiones, el gobierno aumentó la emisión de tesobonos para financiar el déficit en la cuenta corriente, a pesar de que se dudaba de la sustentabilidad de la política cambiaria. Durante ese año, las tasas de interés en los Estados Unidos se incrementaron sustancialmente, por lo cual los tesobonos resultaron cada vez menos atractivos para los inversionistas.
5. En diciembre de 1994 el peso estaba sobrevaluado de manera importante y el gobierno reveló que para el año siguiente preveía un déficit más elevado en la cuenta corriente. Las reservas internacionales de México habían disminuido a 12.5 millardos de dólares estadounidenses y en 1995 vencían tesobonos por 30 millardos de dólares. (GAO, 1996, p. 6)
6. Mientras que los inversionistas perdían la confianza y exigían el pago de sus valores, las reservas internacionales de México siguieron descendiendo. Se abandonó la banda de flotación de la paridad peso/dólar estadounidense. Para entonces crecía el temor de que el gobierno no pudiera pagar su deuda denominada en dólares e indexada a esa moneda. A medida que se aceleraba la redención de los tesobonos, los inversionistas comenzaron a comprender que las reservas internacionales podrían ser insuficientes. La crisis financiera que se había estado gestando en México era inevitable.
7. Con la devaluación del peso, la pérdida de confianza y la crisis financiera subsiguiente condujeron a un incremento de la inflación y las tasas de interés. La crisis se propagó a otros mercados emergentes (como los de Brasil y Argentina) y los flujos de capital



a Latinoamérica disminuyeron. Las primas de riesgo de los bonos de los países en desarrollo aumentaron, el mercado de valores cayó abruptamente y se empezó a ejercer presión sobre las monedas.

8. Mientras la economía de México se derrumbaba, los costos del servicio de la deuda pública en moneda nacional y extranjera aumentaron. Además, el gobierno se enfrentó a dificultades para refinanciar su deuda, porque una gran parte de la deuda a corto plazo estaba en poder de extranjeros ansiosos por abandonar el país.
9. Es posible que si se hubiera contado con información más transparente y creíble y si los administradores de la deuda hubiesen prestado mayor atención al deterioro de la situación económica, la vulnerabilidad fiscal del gobierno hubiera sido menor. Los responsables de establecer las políticas podrían haber utilizado esa información para proteger mejor la situación fiscal del gobierno. Asimismo, la utilización de las prácticas apropiadas para el manejo del riesgo, podrían haber orientado a los administradores de la deuda para que diseñaran una estrategia de deuda más sólida que redujera la vulnerabilidad del gobierno.

Caso 2

La Crisis del Sudeste Asiático de 1997

1. La crisis del sistema financiero que se inició en el sudeste de Asia (principalmente en Corea del Sur, Indonesia, Tailandia y más tarde en Malasia y Filipinas – (CITMF) se propagó hasta convertirse en una crisis global. La enorme reversión de los flujos de capital hundió a la economía de la región en una crisis profunda. Tras la rápida liberalización del sector financiero a finales de los años ochenta y principios de los noventa, la región se benefició de un crecimiento económico sin precedente. Los flujos de capital netos a CITMF se elevaron de 38 millardos de dólares estadounidenses en 1994 a 97 millardos en 1996. (Radelet, Sachs).
2. Esa gran afluencia de capital se explica por muchas razones: las inversiones de los japoneses, bancos estadounidenses y europeos tentados por proyecciones de elevadas tasas de



rendimientos, líderes asiáticos que promovieron sus planes de desarrollo económico sin considerar los fundamentos económicos y el surgimiento de centros financieros internacionales, entre otros factores. En determinado momento, el Banco Mundial llegó a afirmar que Asia necesitaba una inversión en infraestructura por un billón de dólares estadounidenses (Wong, 1999, p. 393).

3. Sin embargo, en ese nuevo entorno financiero orientado al mercado, CITMF no desarrolló suficiente capacidad para adaptar y administrar debidamente los flujos de capital. Es posible que, a causa de la obsolescencia de la reglamentación bancaria, una administración deficiente del riesgo y una insuficiente supervisión, esas economías no hayan estado preparadas para controlar la inundación de capital. Las instituciones financieras tenían poca experiencia en la administración de activos. Muchas de ellas estaban incurriendo en el mismo error de contraer deuda en moneda extranjera sin cobertura. Los fondos destinados a la inversión no se asignaban debidamente y las instituciones terminaron por exponerse a riesgos cambiarios excesivos y a desequilibrios entre la maduración de sus inversiones y el vencimiento de sus pasivos. Al parecer las prácticas de corrupción agravaron las debilidades de la banca, que más tarde resultaron fatales.
4. El deterioro de los fundamentos económicos se advirtió por primera vez en 1995, cuando la creciente competencia extranjera afectó sectores exportadores particulares de Asia. La apreciación del dólar estadounidense y de las monedas europeas provocó una disminución en los precios de las exportaciones e incrementó el peso de la deuda.
5. Más desequilibrios financieros se manifestaron en el verano de 1997. Los acreedores extranjeros estaban otorgando préstamos a corto plazo para financiar proyectos de infraestructura, industriales e inmobiliarios de largo plazo. Durante años los acreedores otorgaron préstamos sin evaluar debidamente el riesgo crediticio. Las economías asiáticas se volvieron cada vez más vulnerables a medida que los mercados de capital comprendieron que se había incurrido en exceso, como resultado de decisiones de inversión erróneas. El desequilibrio entre los activos y las obligaciones por



concepto de la deuda se volvió intolerable. Como había ocurrido en México dos años antes, la deuda externa de corto plazo rebasó las reservas internacionales disponibles.

6. Una vez que recapitaron y comprendieron que la calidad de los activos se deterioraba rápidamente, los inversionistas extranjeros abandonaron la región en masa y retiraron sus líneas de crédito a corto plazo, mientras que los inversionistas nacionales transfirieron sus capitales a otros países.
7. Timothy Geithner comenta: “Las debilidades de la situación financiera del propio gobierno no fueron la fuente principal de la vulnerabilidad. (...) Ésta se originó por los pasivos en moneda extranjera de corto plazo y sin cobertura que habían contraído los bancos, instituciones financieras y empresas individuales en diversas combinaciones. Cuando el tipo de cambio se desplomó, se inició una embestida en busca de la salida, que se multiplicó y generalizó a medida que las empresas trataban de ponerse a salvo.”
8. Los flujos de capital se revirtieron abruptamente, por lo cual salió de la región capital privado neto por un total de 12 millardos de dólares. Radelet y Sachs han explicado esa súbita reversión de los flujos de capital como sigue:

“Una de las causas por las cuales un monto de capital tan grande pudo salir con tanta rapidez fue que una parte sustancial de la deuda estaba contratada a plazos muy cortos. En cada una de las economías que resultaron afectadas seriamente por la crisis, los pasivos de la economía en moneda extranjera y a corto plazo crecieron en exceso respecto a los activos de la economía en moneda extranjera y a corto plazo, por lo cual la economía quedó expuesta a problemas de liquidez en el caso de una salida súbita de capital foráneo. (...) Los acreedores extranjeros habían otorgado préstamos a corto plazo porque dieron por supuesto que esos créditos se renovarían periódicamente en el futuro.” (Radelet y Sachs, 1999.)



9. Con el retiro de su capital, los acreedores extranjeros aumentaron la presión que se ejercía sobre las reservas internacionales. Puesto que esas economías operaban con tipos de cambio vinculados a otras monedas, el pánico de los inversionistas nacionales y extranjeros redujo aún más las reservas internacionales, precipitando a las economías de la región en una crisis financiera.
10. La crisis del sudeste de Asia, es un claro ejemplo de la forma en que las debilidades en la situación financiera del sector privado pueden afectar a la del gobierno. Por ejemplo, al final el gobierno de Corea del Sur, se vio obligado a garantizar los pasivos en moneda extranjera de la banca. Como resultado del costo creciente del apoyo otorgado al sector bancario, la corrida de los bancos de Corea se transformó en una corrida de las reservas de ese país. El mismo fenómeno ocurrió en Tailandia cuando el gobierno intervino. La crisis financiera de Asia muestra por qué la administración de la deuda pública, debe ir más allá de las obligaciones y los activos del gobierno. Como se ha mostrado anteriormente, en las economías emergentes y en desarrollo el deterioro de la situación financiera del sector privado puede afectar la del gobierno y aumentar su vulnerabilidad fiscal.

Caso 3

La Crisis Rusa de 1998

1. Después de que la Unión Soviética se desintegró en 1991, el gobierno de Rusia comenzó a transformar su economía. Para ello se enfrentó a muchos problemas, como la insuficiencia de los ingresos gubernamentales, la ineficacia del sistema tributario y gastos elevados. Al mismo tiempo, los fundamentos de la economía no eran muy sólidos, ya que la inflación era alta, la tasa de crecimiento de la economía negativa, el desempleo elevado y la productividad baja.
2. Para reducir la inflación, el banco central vinculó el rublo con el dólar estadounidense. A raíz de la crisis del sudeste de Asia de 1997, la caída de los precios de las mercancías y los energéticos tuvo consecuencias negativas para la balanza comercial de Rusia y la situación fiscal de su gobierno. Para financiar su déficit



presupuestal, el gobierno obtuvo préstamos tanto en el mercado nacional como en el extranjero, sin hacer grandes esfuerzos por mejorar su situación fiscal. De esa manera, para financiar su operación comenzó a contraer más deuda en Eurobonos denominados en dólares estadounidenses, con lo cual se incrementaron los riesgos cambiarios.

3. Los costos del servicio de la deuda equivalían casi a la mitad de los ingresos tributarios (Euromoney, septiembre de 1998). Además, a causa de la brevedad del plazo promedio de vencimiento de la deuda interna y la dependencia de capital extranjero, Rusia era sumamente vulnerable. Puesto que la deuda se caracterizaba por estar contratada a corto plazo, el gobierno estaba expuesto a riesgos de las tasas de interés.

“Aunque la deuda de Rusia como proporción del PIB no era muy elevada en comparación con la de otros países, su estructura resultó ser desfavorable, debido a la gran proporción de los pasivos a corto plazo. Ello dio como resultado un incremento significativo de los pagos por concepto del servicio de la deuda, que con relación al gasto presupuestario federal aumentaron de 16% en 1996 a 28% en 1997.” (Strategic Advisor, septiembre de 1998).

4. El contagio creado por el colapso financiero del sudeste de Asia hizo que los inversionistas mostraran mayor aversión al riesgo. El capital extranjero comenzó a salir de Rusia en busca de inversiones más seguras y la especulación con el rublo se inició después de que el banco central se vio obligado a abandonar el tipo de cambio fijo.
5. Como consecuencia de la crisis del sudeste de Asia, el gobierno ruso comenzó a tener dificultades para refinanciar sus pasivos y contratar más deuda. La situación financiera de Rusia se agravó aún más cuando descendieron sus reservas internacionales -el país estaba perdiendo a la semana 2 millardos de dólares estadounidenses en reservas internacionales (Euromoney, septiembre de 1998)- y el deterioro de la balanza comercial condujo a problemas para cubrir los costos de la deuda en moneda extranjera. En agosto de 1998, el gobierno anunció que no estaba



en condiciones de pagar la deuda interna de corto plazo (una tercera parte de la cual se adeudaba a extranjeros) ni la deuda con los Clubes de París y Londres. El gobierno ruso suspendió los pagos de la deuda denominada en rublos porque una parte sustancial estaba en poder de extranjeros desesperados por reducir su tenencia.

6. Las consecuencias negativas de esas acciones fueron graves. Como resultado de su incumplimiento, Rusia se aisló súbitamente de los mercados de capital internos y externos. “Por tanto, el gobierno paralizó a la economía real, generó intensas presiones inflacionarias e incrementó considerablemente el riesgo de incumplimiento de su deuda en moneda extranjera”. (Standard & Poor's, diciembre de 1998)
7. Pocas semanas después de que se declaró insolvente, el gobierno estuvo en posibilidad de emitir un Eurobono a 30 años por 4.8 millardos de dólares estadounidenses. Aunque las condiciones del mercado se estaban deteriorando, los mercados extranjeros supusieron que el FMI iba a aportar más fondos. Además, unas semanas antes de que se anunciara la moratoria podía leerse: “Aunque las cifras de la deuda en su conjunto no son malas –en términos del PIB la deuda total representa un cómodo porcentaje de 50%, y cerca del 60% de ella, o el 30% del PIB, es deuda en moneda extranjera– la cartera es inestable y necesita reestructurarse.” (Euromoney, agosto de 1998) Si los administradores de la deuda pública de Rusia la hubieran manejado mejor, la situación fiscal del gobierno se habría protegido.
8. Parece ser que, debido a que Rusia dependía excesivamente de deuda interna a corto plazo, la situación fiscal del gobierno era susceptible de derrumbarse. Más de 25 por ciento de la deuda de Rusia venció o se revaluó en el transcurso de un año (Euromoney, agosto de 1998). Además, la deuda rusa de largo plazo se reestructuró al amparo de los rendimientos del GKO (pagaré del gobierno ruso), a un plazo de seis meses, y una parte significativa de la deuda externa era papel a tasa de interés variable. Las estrategias de deuda demostraron ser demasiado débiles para aislar al gobierno de los riesgos del mercado, de refinanciamiento y de liquidez. Cuando se desencadenaron los sucesos del verano de 1998, ya era demasiado tarde para revisar la estrategia de deuda a fin de aumentar la protección (con medidas tales como ampliar los plazos de vencimiento o incrementar las reservas internacionales) y así amortiguar los impactos.



Apéndice II- Glosario de los riesgos financieros y operativos

Los administradores de la deuda necesitan vigilar y manejar varios riesgos financieros y operativos. La capacidad de establecer prácticas de administración de riesgos apropiadas dependerá de una función de sofisticación de la economía nacional y de su capacidad para tener acceso a los mercados de capital extranjeros.

Riesgo de reestructuración (o refinanciamiento)

1. Todo gobierno que tengan una deuda pública elevada podría estar expuesto a la variabilidad del mercado de capital y posiblemente a dificultades para refinanciar sus pasivos. La incapacidad para reestructurar la deuda pública a un costo asequible podría conducir a una crisis financiera y a grandes pérdidas económicas, como ocurrió en México y en Rusia. Manejar el riesgo de reestructuración es particularmente importante para las economías emergentes.
2. Los gobiernos en las economías emergentes y en desarrollo son particularmente vulnerables a dificultades de reestructuración, porque tienden a contratar deuda a corto plazo mediante grandes emisiones a fin de reducir los costos de financiamiento y obtener los beneficios fiscales inmediatos que representan tasas de interés más bajas. Ello significa que el plazo promedio de vencimiento de los pasivos es muy corto, por lo cual las autoridades responsables de la deuda necesitan recurrir con más frecuencia a los mercados de capital, algunas veces en condiciones de mercado desfavorables. El hecho de que grandes necesidades de refinanciamiento se concentren en un breve período, cuando las tasas de interés sean más altas, puede traducirse en un gran riesgo de reestructuración e incrementar los costos de la deuda. Si dan demasiada importancia a la necesidad de reducir los costos del servicio de la deuda a corto plazo y no consideran debidamente las posibles consecuencias del deterioro de las condiciones del mercado de capital, los administradores de la deuda pueden poner en riesgo la situación presupuestal del gobierno.

Riesgo de liquidez

3. El riesgo de liquidez puede considerarse como una definición más amplia del riesgo de reestructuración, porque está relacionado con efectivo y reservas adecuadas. Por ejemplo, incluye los problemas asociados con el desequilibrio entre los activos y los pasivos; cuando la estructura de vencimiento de los activos no coincide con el perfil de vencimientos de los pasivos esto puede generar menor liquidez. El efectivo podría ser insuficiente para cumplir las obligaciones de financiamiento. Como principio general, los gobiernos necesitan tener activos con suficiente liquidez para satisfacer sus requerimientos operativos y mantener el riesgo de refinanciamiento en un nivel prudente.
4. Puede llegar el momento en que la deuda no pueda reestructurarse, los capitales se retiren de la economía, la liquidez (por ejemplo, la posición del efectivo o las reservas internacionales líquidas) sea muy escasa y el gobierno no pueda cumplir las obligaciones de su deuda. En 1995 Venezuela no pudo cumplir las obligaciones de su deuda en moneda nacional. En agosto de 1998, Rusia decidió reestructurar su deuda interna (de la cual 15 millardos se adeudaban a extranjeros), suspender los pagos por concepto de la deuda privada externa y devaluar el rublo. De acuerdo con un estudio de la GAO, “tan sólo en 1995, 36 países habían dejado de pagar parte de su deuda. Todos esos países eran países en vías de desarrollo, países miembros de la Unión Soviética o países de Europa Oriental dominados por los soviéticos” (USGAO, p. 17). Las crisis por insolvencia conducirán a una gran inflación, altas tasas de desempleo y una desaceleración de la economía, así como a dificultades para acceder a los mercados de capital durante los años siguientes a la crisis.

Riesgos del mercado

5. Al contraer deuda un gobierno, se expone a los riesgos del mercado causados por los cambios en factores del mercado, tales como tasas de interés y tipos de cambio. Por ejemplo, fluctuaciones desfavorables de los tipos de cambio, los precios



de las mercancías o las tasas de interés internacionales pueden ser desastrosas para las economías emergentes o en desarrollo. En el caso de los gobiernos que se han endeudado excesivamente en los mercados de capital extranjeros, la capacidad para pagar los pasivos externos puede ser insuficiente cuando se deterioran las condiciones del mercado.

6. Ejemplos recientes del impacto de fluctuaciones cambiarias y tasas de interés desfavorables que han tenido no sólo en la deuda pública, sino en los pasivos externos de la economía en general ilustran la necesidad de que los administradores de la deuda consideren las posibles consecuencias de los riesgos asociados con los tipos de cambio y las tasas de interés. A principios de la década de los años ochenta, los costos del servicio de la deuda de algunos países de África, el sudeste de Asia y Latinoamérica resultaron afectados seriamente por la apreciación del dólar estadounidense, el aumento de las tasas de interés internacionales y el descenso de los precios de las mercancías.

“A principios de la década de los ochenta las cargas del servicio de deuda de algunos países de África, el sureste de Asia y América Latina se vieron afectadas seriamente por la apreciación del dólar estadounidense, el incremento de las tasas de interés en todo el mundo y la reducción de los precios de las mercancías... A principios de los años noventa el peso de la deuda de varios países de Asia se incrementó significativamente porque estaban muy expuestos a fluctuaciones cambiarias con relación al yen japonés. Entre 1993 y 1995 un tercio del incremento que registró el valor en dólares de la deuda externa de Indonesia era atribuible a fluctuaciones cambiarias... En ese período, 37 por ciento de la deuda externa de Indonesia estaba denominada en yenes, mientras que cerca de 90 por ciento de sus ingresos por exportaciones estaban denominados en dólares”. (Cassard, Folkerts-Landay, 1997)

7. Para dar seguimiento a los riesgos del mercado pueden utilizarse técnicas prospectivas tales como análisis de escenarios (para estimar la sensibilidad de la posición de riesgo del gobierno

a cambios de los factores del mercado) y pruebas de presión (para probar movimientos extremos). Si desean controlar los riesgos del mercado, y reducir su vulnerabilidad y el riesgo de la deuda pública ante sucesos imprevistos, los gobiernos pueden recurrir a instrumentos financieros derivados. En los últimos años los mercados internacionales de derivados se han vuelto más sofisticados. Las coberturas de los préstamos en moneda extranjera reducirán el impacto de las fluctuaciones que puedan sufrir las divisas correspondientes. Para ello será necesario que se disponga de mercados de derivados en moneda nacional o en una moneda estrechamente correlacionada con la nacional. Los swaps de tasas de interés también pueden utilizarse para manejar la estructura de vencimientos de la deuda. Ambas estrategias limitarán la volatilidad de los costos del servicio de la deuda y en cierta medida permitirán aislar a la situación fiscal del gobierno de sucesos económicos imprevistos.

Riesgo crediticio

8. El riesgo crediticio está asociado con el riesgo al que puede exponerse un gobierno por el incumplimiento de un emisor o la contraparte de una operación. Por ejemplo, para el manejo de la cuenta del fondo de divisas, no sólo es necesario que los activos y los pasivos sean de características similares, como plazo al vencimiento y moneda, sino que los activos deben ser de mayor calidad crediticia a fin de reducir las pérdidas que puedan resultar en caso de moratoria.

Riesgo de operación

9. El riesgo de operación consiste en que las deficiencias en los sistemas empleados para la administración de la deuda podrían conducir a pérdidas financieras imprevistas. Por ejemplo, fallas del sistema de información, errores humanos, incumplimiento de los procedimientos aplicables y errores en la ejecución y el registro de las operaciones que puedan provocar pérdidas. Las directrices para la administración del riesgo (como por ejemplo, la definición del riesgo legal aceptable y el riesgo crediticio de la contraparte o el establecimiento de la forma



en que los activos y pasivos deban manejarse en la cuenta de divisas) serán de utilidad limitada si no se cuenta con controles internos apropiados. Los auditores internos deberán evaluar el cumplimiento de los límites del riesgo y la oportunidad de la información que se genere.

10. Los administradores de la deuda que operan en economías emergentes o en desarrollo se enfrentan a riesgos de operación mayores que los de economías desarrolladas. Un sistema para la administración de la deuda menos sofisticado, generalmente carecerá de los recursos necesarios para asegurarse de que los sistemas de información y los controles internos son una salvaguarda contra deficiencias, tales como los errores humanos.

Apéndice III – La vigilancia del riesgo podría incluir indicadores de vulnerabilidad oportunos

Introducción

1. La mayoría de los analistas del mercado y las agencias calificadoras del crédito no previeron las recientes crisis financieras que se registraron en las economías de México y el sudeste de Asia. Las crisis tomaron por sorpresa a los observadores en todo el mundo. Los gobiernos vieron que su situación fiscal se deterioraba a medida que el impacto del embate económico se manifestaba en toda su plenitud.
2. La vulnerabilidad fiscal es resultado de cambios en los fundamentos económicos. Por tanto, se sugiere que los principales indicadores económicos de vulnerabilidad sirvan para detectar deterioros en las condiciones económicas, que puedan afectar los costos del servicio de la deuda, y finalmente la situación fiscal del gobierno pueda utilizarse para dar seguimiento a las señales de deterioro de las condiciones del mercado. En la actualidad muchos economistas están desarrollando y evaluando indicadores de alarma oportunos. Los indicadores de vulnerabilidad financiera tal vez podrían servir para que los administradores de la deuda pública y los acreedores evaluaran mejor la situación financiera real del

gobierno y el riesgo que representa para sus acreedores, así como la solidez de la economía. Los indicadores de vulnerabilidad apropiados podrían permitir que los acreedores, los deudores y los gobiernos previeran deterioros de las condiciones del mercado que puedan afectar la situación fiscal de un gobierno. Mediante el seguimiento de los cambios que sufran los indicadores de vulnerabilidad, podrían detectarse cambios en los aspectos fundamentales económicos y prevenir embates y presiones en el mercado. Una vez que se compruebe la validez y eficacia de los indicadores de vulnerabilidad como predictores, las EFS podrían recomendar a los gobiernos que den más atención a la supervisión de la vulnerabilidad.

1. Función de los indicadores de vulnerabilidad

3. Los estados financieros contienen información que se refiere a hechos pasados. Aunque las cifras de los estados financieros dictaminados pueden ser confiables, no siempre permiten evaluar suficientemente la estabilidad y solidez de la situación financiera del gobierno en su conjunto, especialmente en el contexto de una crisis financiera que podría afectar negativamente su situación presupuestal. Por consiguiente, si solamente se examinan los estados financieros del gobierno, resulta muy difícil determinar si su situación financiera puede sostenerse y evaluar su vulnerabilidad.
4. Aún con indicadores económicos convencionales, no es fácil dar seguimiento a sucesos económicos que pueden afectar la vulnerabilidad fiscal de los gobiernos. Es indudable que indicadores tales como las relaciones deuda/PIB, déficit/PIB, costos de la deuda/ingresos o ingresos tributarios/PIB son importantes para evaluar la situación financiera de un gobierno. Puesto que se trata de indicadores estáticos que consisten principalmente en medidas basadas en los costos anuales, es posible que no sean suficientemente oportunos o amplios para reflejar plenamente el deterioro de las condiciones. Para fines prospectivos, los indicadores tradicionales son limitados tanto en su naturaleza como en su alcance. Por ejemplo, si bien un gobierno puede reducir su déficit anual, la relación de la deuda con el PIB podría seguir aumentando. Por tanto, puede afirmarse que la utilidad de los indicadores tradicionales de la deuda y la situación fiscal puede ser limitada cuando se trata



de detectar deterioros en las condiciones económicas y sus posibles consecuencias. Como se verá en la sección 2, otros predictores de vulnerabilidad potencial más poderosos podrían utilizarse para complementar los indicadores tradicionales.

5. La estabilidad financiera de un gobierno será más vulnerable a medida que los fundamentos macroeconómicos se deterioren. Aunque la situación fiscal de un gobierno pueda considerarse sana (por ejemplo, la relación deuda/PIB podría ser baja, la situación presupuestal superavitaria y la relación deuda-costos del servicio no considerable), esa situación podría estar en peligro en el corto plazo a causa de sucesos externos con consecuencias presupuestarias importantes. Por ejemplo, los costos de la deuda pública menores a los ingresos podrían considerarse como una señal de mejoramiento, desde un punto de vista fiscal. No obstante, esos costos podrían ser síntomas de un problema potencial más grave. Podrían significar que las estrategias de deuda se enfocaron demasiado a reducir los costos, en lugar de incrementar los pagos de amortización para crear una estructura de deuda aislada de posibles impactos negativos.
6. De haber utilizado un conjunto de indicadores macroeconómicos tradicionales, nos habría parecido que los países del sudeste de Asia se encontraban en un largo camino a la prosperidad (véase el cuadro 1). Las condiciones económicas eran buenas, los aspectos fundamentales parecían sanos, la inflación era baja, se proyectaban altas tasas de crecimiento, la deuda pública estaba en límites manejables y la situación fiscal relativamente saludable. Algunos de los indicadores tradicionales no pudieron captar los primeros indicios de economías con un apalancamiento excesivo, amenazas a los activos y pasivos peligrosos.

Cuadro 1 – Ejemplo de indicadores económicos tradicionales que no permitieron predecir las crisis inminentes en el Sudeste de Asia.

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999 (1)
Indonesia										
Crecimiento real del PIB (previsión)							7.8	4.9	7.5	
Crecimiento real del PIB	9.00	8.90	7.20	7.30	7.50	8.20	8.00	4.60	-13.6	-3.9
Inflación	7.80	9.40	7.50	9.70	8.50	9.40	7.90	6.60	60.70	25.40
Balance del gobierno central/ PIB	1.34	0.04	-1.15	-0.71	0.01	0.77	1.16	-0.67	-4.46	-6.48
Expansión monetaria	29.70	24.60	22.60	21.10	21.80	26.70	27.00	27.40	61.70	15.6
Crédito al sector privado/PIB	46.10	45.80	45.5	48.90	51.90	53.50	55.40	61.00	51.60	--
Corea										
Crecimiento real del PIB (previsión)							7.1	5.5	6.3	
Crecimiento real del PIB	9.50	9.10	5.10	5.80	8.60	8.90	7.10	5.50	-5.5	2.00
Inflación	8.60	9.30	6.20	4.80	6.30	4.50	4.90	-4.4	7.50	1.80
Balance del gobierno central/ PIB	-0.67	-1.62	-0.49	0.64	0.32	0.35	0.28	0.28	-3.78	-5.12
Expansión monetaria	17.20	21.90	14.90	16.60	18.70	15.60	15.8	14.10	25.20	.
Crédito al sector privado/PIB	52.50	52.80	53.30	54.20	56.80	57.00	61.80	69.80	73.60	...
Malasia										
Crecimiento real del PIB (previsión)							8.6	7.8	7.9	
Crecimiento real del PIB	9.60	8.60	7.80	8.30	9.30	9.40	8.60	7.70	-7.5	-1.6
Inflación	2.80	2.60	4.70	3.50	3.70	3.40	3.50	2.70	5.30	3.80
Balance del gobierno central/ PIB	-3.08	-2.48	0.13	0.52	1.45	1.30	1.07	2.58	-1.91	-6.05
Expansión monetaria	18.2	24.40	18.1	23.80	15.80	18.2	23.70	9.60	1.3	6.10
Crédito al sector privado/PIB	71.40	75.30	74.30	74.10	74.60	84.80	89.80	100.40	108.70	...



	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999 (1)
Filipinas										
Crecimiento real del PIB (previsión)							5.7	5.1	6.4	
Crecimiento real del PIB	3.00	-0.6	0.30	2.10	4.40	4.70	5.80	5.20	-0.5	2.30
Inflación	14.10	18.70	9.00	7.60	9.10	8.10	8.40	6.00	9.70	8.50
Balance del gobierno central/PIB	-3.8	-2.4	-1.3	-1.6	-1.7	-1.3	-0.6	-0.7	-2.6	-2.7
Expansión monetaria	15.50	15.5	11.00	24.60	26.50	25.30	15.80	20.90	7.40	15.0
Crédito al sector privado/PIB	20.50	18.90	21.50	27.20	30.00	38.20	50.00	57.60	50.50	46.90
Tailandia										
Crecimiento real del PIB (previsión)							6.4	-1.3	7	
Crecimiento real del PIB	11.60	8.10	8.20	8.50	8.60	8.80	5.50	-0.4	-8	1.00
Inflación	6.00	5.70	4.10	3.40	5.10	5.80	5.90	5.60	8.10	0.50
Balance del gobierno central/PIB	4.60	4.14	2.53	1.98	1.98	2.49	1.04	-1.62	-2.88	-3.84
Expansión monetaria	26.70	19.8	15.60	18.4	12.9	17.00	12.60	16.4	9.50	4.70
Crédito al sector privado/PIB	64.50	67.70	72.20	79.80	90.90	97.50	100.00	116.30	109.50	...

(1) Estimación

Fuente: FMI, Financial Sector Crisis and Restructuring: Lessons from Asia, Washington, 1999

2. Ejemplos de indicadores de vulnerabilidad

7. En vista de las limitaciones potenciales de los indicadores tradicionales, otros indicadores podrían ser más útiles para pronosticar el deterioro de los aspectos fundamentales y de la vulnerabilidad fiscal (véase el cuadro 2). Los indicadores se han clasificado en dos categorías: indicadores de la deuda pública e indicadores de la deuda externa; a su vez, cada uno de esos conjuntos se ha dividido en dos subgrupos: indicadores de endeudamiento interno y externo e indicadores de liquidez. Las medidas que se proponen son indicadores avanzados de vulnerabilidad potencial. No deben considerarse como capaces de pronosticar la vulnerabilidad real. Obviamente, para evaluar



la vulnerabilidad fiscal desde la perspectiva de la deuda pública, sería deseable disponer de información sobre su vencimiento, su composición monetaria y la relación fijo-variable. No obstante, los administradores de la deuda y otros participantes en el mercado deben tener presente que la situación financiera de los activos y los pasivos del total de la economía es la que afecta la situación financiera del gobierno. Por consiguiente, los administradores de la deuda deben evaluar la vulnerabilidad de la deuda pública con relación a la solidez del sector privado en su conjunto, utilizando para ello indicadores de la economía en general (los que denominamos indicadores de la deuda externa). Debido a que algunos pasivos a cargo del sector privado pueden convertirse en pasivos públicos, la vulnerabilidad fiscal debe incluir a los pasivos contingentes, como los que puedan derivar de las garantías e indemnizaciones que otorgue el gobierno a empresas públicas o privadas insolventes. Por ejemplo, los indicadores que se proponen podrían ser útiles para detectar problemas de liquidez y ajustar oportunamente la estrategia de administración de la deuda para garantizar la liquidez suficiente para absorber los impactos.

Cuadro 2 – Ejemplo de indicadores de vulnerabilidad de la deuda y la liquidez

Indicadores de la Deuda Pública ¹	Indicadores de la Deuda Externa ^{1,2}
1. Endeudamiento interno y externo	
Deuda pública ³ /PIB	Deuda externa total a corto plazo/PIB
Servicio de la deuda pública/ingresos por exportaciones	Servicio de la deuda externa total/ingresos por exportaciones
	Servicio de la deuda externa total/importaciones
Servicio de la deuda pública/ingresos gubernamentales	
Promedio de los plazos de vencimiento y duración	
Cambios en el monto total de la deuda pública y de la deuda con garantía gubernamental/ crecimiento del PIB	Cambios en el monto de la deuda externa total/crecimiento del PIB
	Saldo de la cuenta corriente/PIB
Deuda pública en divisa extranjera/deuda pública total	
Deuda pública denominada en divisa extranjera/ deuda pública total	Deuda en divisas / total de la deuda externa



Indicadores de la Deuda Pública ¹	Indicadores de la Deuda Externa ^{1,2}
2. Liquidez	
Reservas internacionales/monto de la deuda pública interna y externa que vence en un año	
Activos de reservas internacionales en la cuenta divisas extranjeras/pasivos de reservas extranjeras	Reservas internacionales/deuda externa total a corto plazo
	Reservas internacionales/saldo de la cuenta corriente
	Reservas internacionales/importaciones
	Reservas internacionales/M2 ⁴

- Una nueva serie de datos estadísticos trimestrales sobre la deuda externa de 176 países en desarrollo y economías en transición han sido publicados por el Grupo de Trabajo Interinstitucional sobre Estadísticas Financieras (en el que participan el BPI, el FMI, la OCDE, el Banco Mundial, las Naciones Unidas, el Banco Central Europeo y Eurostat). El propósito de esa iniciativa es facilitar el acceso a un conjunto único de datos, para lo cual se integra la información sobre los componentes de la deuda externa de los distintos países que actualmente compilan y publican por separado las instituciones participantes. La publicación también incluye datos de las reservas internacionales. Las estadísticas provienen en su mayor parte de los acreedores y de las fuentes del mercado, pero también incluyen datos proporcionados por los países deudores. Se da particular énfasis a la deuda que vence en el término de un año. Asimismo, para ayudar a los analistas, se proporciona información sobre los flujos (cuando está disponible), además de los datos sobre los saldos.
- La deuda externa puede definirse como los pasivos de una economía con relación al resto del mundo, es decir, todos los instrumentos de deuda en poder de no residentes, incluyendo la deuda pública, los pasivos de las autoridades financieras y monetarias y la deuda del sector privado no financiero. El FMI (2000b, p. 17-18) examina con mayor detalle el concepto de deuda externa a corto plazo.
- La deuda pública debe incluir los pasivos con acreedores nacionales y extranjeros (por ejemplo, los valores de deuda emitidos en los mercados internacionales, el crédito comercial de exportación, reclamaciones multilaterales y préstamos bilaterales).
- El agregado M2 puede definirse como la oferta monetaria amplia de un país (que incluye monedas en circulación, depósitos a la vista y depósitos de ahorro).

i. Indicadores de la deuda interna y externa

- Los indicadores de vulnerabilidad de la deuda interna y externa pueden ser útiles como señales previas de deterioros en las condiciones económicas que los gobiernos y la economía pueden enfrentar, y los riesgos potenciales asociados con la administración de la deuda.

-
-
9. Los indicadores basados en la deuda externa de corto plazo (definida como instrumentos de deuda emitidos por los sectores público y privado con vencimiento a un plazo menor de 12 meses) pueden ser indicadores útiles de la sustentabilidad de la deuda y la vulnerabilidad fiscal. Una deuda externa total a corto plazo que es elevada con relación a los ingresos por exportaciones, las importaciones o el PIB puede ser indicio de un costo desproporcionado del servicio de la deuda.
 10. La relación entre el servicio de la deuda pública (incluyendo las obligaciones de deuda garantizadas por el gobierno) y los ingresos por exportaciones es una medida útil de la capacidad de pago de un gobierno y de la economía de su país. La relación entre el servicio de la deuda pública y los ingresos por exportaciones es una medición útil de la capacidad del gobierno y de su economía de hacer frente a sus compromisos. Cuando la deuda pública es predominante en una economía (como ocurre en países con un grado de endeudamiento elevado), el servicio de la deuda pública (incluyendo las obligaciones de deuda garantizadas por el gobierno) medido en función de los ingresos por exportaciones, también puede utilizarse como un elemento para pronosticar la vulnerabilidad potencial del sector público.
 11. Cuando se evalúa el plazo de los instrumentos de deuda, el indicador del plazo promedio de su vencimiento puede ser utilizado como una señal de problemas de refinanciamiento potenciales. Un plazo promedio de vencimiento muy corto podría significar que el gobierno tendrá que recurrir a los mercados de capital con más frecuencia, con lo cual se incrementaría el riesgo de que refinance su deuda a corto plazo en condiciones de mercado desfavorables.
 12. La duración es otro indicador importante, aunque complejo, que debe considerarse para evaluar la solidez de la estrategia de deuda. La duración es una medición de la sensibilidad de la tasa de interés de la cartera. Es el plazo promedio ponderado de vencimiento de los flujos de efectivo de un bono, en el cual el factor de ponderación es el valor presente de cada flujo de efectivo como porcentaje del precio del bono. Por ejemplo, la emisión de deuda a una tasa de interés inferior se traducirá en una mayor duración, que dará como resultado una mayor



sensibilidad a las fluctuaciones de las tasas de interés. Si se mide con precisión el grado en que los bonos están expuestos al riesgo de las tasas de interés y se toman en cuenta las ganancias y las pérdidas obtenidas por concepto de oportunidad, la duración puede reconocer los beneficios/costos económicos implícitos en las decisiones en materia de administración de la deuda.

13. También es importante la rapidez con que la deuda externa total se incrementa con relación al ritmo de crecimiento de la economía. Por ejemplo, si la deuda externa total de una economía crece más rápido que el PIB, es posible que la economía se encuentre en riesgo de volverse insostenible. Lo mismo es aplicable a la deuda pública.
14. El impacto que las fluctuaciones cambiarias tendrán en el balance general de un gobierno dependerá del riesgo cambiario a que estén expuestos sus pasivos. Mientras mayor sea el monto de los instrumentos de deuda denominados en moneda extranjera, más expuesto estará el gobierno a las variaciones cambiarias. Lo mismo ocurre por lo que corresponde a la relación entre las fluctuaciones de las tasas de interés y la estructura de la deuda. Un incremento significativo de la tasa de interés puede tener un efecto negativo, si una proporción elevada de la deuda gubernamental se contrajo mediante instrumentos emitidos a tasas de interés variables. Al examinar estos indicadores, es importante que en ambos casos se considere el efecto que instrumentos derivados, tales como swaps de divisas o de tasas de interés, puedan tener en la disminución de la vulnerabilidad.
15. Pueden utilizarse otros indicadores, como la relación entre la cuenta corriente y el PIB. La magnitud de un déficit en la cuenta corriente, por grande que sea, puede no ser problemática en sí misma, si bien puede ser motivo de preocupación (para una discusión del papel que los déficit elevados en cuenta corriente han tenido en las recientes crisis financieras, véase Edwards, 2000b). Parece ser que el nivel del déficit en la cuenta corriente es menos importante que su sustentabilidad. Por ejemplo, Singapur incurrió en déficits altos en la cuenta corriente que fueron financiados fácilmente porque no eran resultado de una mala administración fiscal. Sin embargo, la crisis cambiaria que

sufrió Tailandia en 1997 fue un claro recordatorio de que los déficits elevados en cuenta corriente también pueden ser un síntoma de serias debilidades fundamentales (como un deterioro de la calidad de los activos tras varios años de crecimiento rápido). Como ya se indicó, los déficit altos en la cuenta corriente de México se financiaron con la afluencia de capital extranjero que más tarde salió del país en forma precipitada. Por tanto, un déficit elevado en cuenta corriente puede ser motivo de preocupación y aumenta la vulnerabilidad en la percepción de los acreedores.

ii. Indicadores de liquidez

16. Las reservas internacionales pueden proveer liquidez en periodos de presión que impliquen dificultades en la balanza de pagos. Las autoridades pueden emplear esos activos para financiar directamente desequilibrios en los pagos al exterior. Las reservas también pueden utilizarse para estabilizar la moneda nacional en un régimen cambiario de flotación (o para protegerla en un régimen de paridad cambiaria fija) o simplemente como efectivo. Para evaluar la suficiencia de las reservas internacionales, deben considerarse las políticas financiera y cambiaria del gobierno y su vulnerabilidad potencial a perturbaciones en los flujos comerciales o de capital. Más aún, para esa evaluación deben tomarse en cuenta posiciones de apoyo crediticio contingente que puedan utilizarse para aumentar la posición de las reservas.
17. Nadie esperaría que un país con un régimen cambiario de flotación, acceso ilimitado a los mercados de capital internacionales y escasa deuda en moneda extranjera mantenga reservas internacionales elevadas. En cambio, se esperaría que el gobierno de un país con una deuda externa alta mantenga reservas altas, puesto que las debilidades económicas (como desequilibrios en las finanzas públicas, deficiencias en la supervisión bancaria e impuestos elevados) o conflictos sociales o políticos podrían limitar el acceso a los mercados de capital, con consecuencias negativas para la administración de la deuda pública. Se espera que las economías vulnerables mantengan márgenes suficientemente amplios para preservar la confianza de los inversionistas.



-
-
18. La magnitud de las reservas internacionales con relación a la deuda externa total a corto plazo y la deuda a mediano y largo plazos por vencer en un año, también podría ser un indicador útil de liquidez, especialmente en el caso de países con un acceso importante, pero frágil, a mercados de capital. Esta razón mide la capacidad de la economía para operar si se le suspende el financiamiento externo. Por lo que respecta a los gobiernos de economías emergentes que trataran de reducir los riesgos y la probabilidad de crisis, se esperaría que las reservas internacionales cubran la mayor parte de la deuda externa a corto plazo, si no toda (reservas internacionales/deuda externa a corto plazo = 1). Dos años antes de sus respectivas crisis, la relación entre las reservas internacionales y la deuda a corto plazo de Rusia, Brasil, Tailandia, Corea, México e Indonesia era en promedio de 1, indicador que descendió al equivalente de una cobertura de cerca de nueve meses (0.75) en los meses inmediatos anteriores a las crisis (FMI, 2000b, tabla 6).
19. Ha habido casos en que no han ocurrido crisis a pesar de que las reservas eran bajas con relación a la deuda a corto plazo (por ejemplo, en Brasil (1990), con una razón de 0.12, y en Sudáfrica, con una razón de 0.19) (FMI, 2000b, p.24). Otros factores, como la flexibilidad del tipo de cambio y el control del flujo de capital, parecen haber sido suficientemente poderosos para evitar un descenso pronunciado de la paridad cambiaria y las reservas. A la inversa, han existido casos (por ejemplo, en Venezuela en 1994 y en Malasia en 1997, con razones de 2.5 y 1.5, respectivamente) en que las crisis ocurrieron a pesar de que las reservas eran elevadas. La variación alta de la relación entre el tipo de cambio y las reservas internacionales puede haber sido el resultado de riesgos políticos o contagio.
20. La relación entre las reservas internacionales y la deuda externa a corto plazo puede utilizarse también para evaluar la idoneidad de la estructura de pagos. Una estructura de pagos apropiada permitirá que los administradores de la deuda eviten problemas de refinanciamiento y liquidez.
21. Para evaluar la liquidez de las economías de países endeudados con acceso limitado a los mercados de capital, también podría considerarse la relación entre las reservas internacionales y las importaciones (es decir, las reservas

expresadas en meses de importaciones). De esa manera se podría medir el número de meses que un país podría seguir importando si dejara de tener acceso a los mercados de capital.

22. La comparación de las reservas internacionales (incluyendo las líneas de crédito, lo que se conoce también como la posición de crédito contingente) con la oferta monetaria amplia (M2) puede ser útil para predecir el riesgo de fuga de capitales. Se trataría de evitar grandes discrepancias entre los activos líquidos (reservas internacionales) y los pasivos líquidos (M2). En países con un sector bancario débil, reservas escasas con relación a una gran masa monetaria, el indicador puede sugerir algunas veces un gran riesgo de fuga de capitales nacionales, que podría ser resultado de una pérdida de confianza en la moneda nacional. Ello parecería ser particularmente cierto en economías con regímenes cambiarios fijos, que fácilmente podrían perder su credibilidad.

3. Ejemplos de indicadores para evaluar riesgos en el sector de servicios financieros

23. Las crisis financieras recientes han mostrado que sería deseable que los gobiernos, especialmente en las economías emergentes y en desarrollo, dieran seguimiento al exceso de apalancamiento y midieran los flujos de capital excesivos como parte de su supervisión del sector financiero. El deterioro de las condiciones de mercado puede ejercer enormes presiones sobre el balance general de las instituciones financieras. Los flujos excesivos de capital a corto plazo que resultan en una sobrevaluación del precio de los activos pueden ser peligrosos. El debilitamiento del sector financiero puede ocasionar gastos elevados para el sector público y provocar un debilitamiento imprevisto del balance del gobierno, incluyendo las reservas oficiales. El costo fiscal directo del apoyo financiero que se otorga a un sector bancario en problemas y el costo indirecto para la economía pueden poner en peligro la situación financiera del gobierno. Los indicadores detallados en la tabla 3 son ejemplos que se presentan de vulnerabilidad del crecimiento de capital y la expansión del crédito, convirtiendo los pasivos en divisas.



Cuadro 3- Ejemplos de indicadores de vulnerabilidad del sector financiero

Indicadores del sector financiero
Crédito interno al sector privado/PIB
Inversión extranjera directa/PIB
Crecimiento real del crédito al sector privado
Participación estimada del crédito bancario al sector inmobiliario
Cartera vencida/total de créditos
Capitalización del mercado de valores/PIB

24. La supervisión del crecimiento del crédito en las economías podría fungir como indicadores precursores. Un apalancamiento excesivo conducirá regularmente a un deterioro de la calidad de los activos. Por ejemplo, en 1997 el crédito interno a empresas privadas y públicas en Corea, Indonesia y Tailandia fluctuó entre 147 y 163 por ciento del PIB. En la mayor parte de los países de América Latina la relación era inferior, de 13 a 45 por ciento del PIB, lo cual indicaba un apalancamiento relativamente moderado y, por tanto, una vulnerabilidad menor a la volatilidad de los mercados financieros. (Standard & Poor's, diciembre de 1997).

Apéndice IV - Ejemplos de iniciativas que se han emprendido recientemente para mejorar la información

1. Fue en el contexto del mejoramiento de la información y la supervisión que el FMI emprendió varios proyectos como parte de las iniciativas denominadas “Fortalecimiento de la Arquitectura del Sistema Monetario Internacional”. El FMI y otras instituciones normativas como el Comité de Normas de Contabilidad Internacionales, la Federación Internacional de Contadores Públicos, el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria y la Organización Internacional de Comisiones de Valores están trabajando en el establecimiento de requisitos nuevos y mejores prácticas para la divulgación de información.
2. Tras la crisis mexicana de 1996, el FMI estableció la iniciativa “Normas Especiales para la Divulgación de Datos” (NEDD). Las NEDD son un conjunto de prácticas sanas con referencia a las cuales deben evaluarse las prácticas para la divulgación de la información de cada país. La iniciativa debe mejorar la calidad, integridad y disponibilidad de estadísticas económicas y financieras oportunas y completas. Al 31 de enero de 2000, 47 naciones se habían adherido a las nuevas normas.
3. Las crisis financieras recientes han subrayado la importancia de contar con información estadística más amplia y oportuna sobre las reservas internacionales y la deuda externa. En respuesta, se establecieron NEDD específicas en materia de reservas y deuda externa. Las propuestas con relación a las reservas tienen el propósito de establecer nuevas normas para informar al público respecto al monto y composición de las reservas; otros activos en divisas en poder del banco central y el gobierno; pasivos externos a corto plazo y actividades relacionadas que pueden conducir a la demanda de reservas (como posiciones de instrumentos financieros derivados y créditos otorgados al sector privado con la garantía del gobierno). Al finalizar el año 2001, los países deben empezar a publicar información sobre la posición de su inversión internacional (definida como el balance general de los activos y pasivos financieros externos de un país).(FMI, 2000, Cuadro 1).



-
-
4. El Grupo de Trabajo Interinstitucional sobre Estadísticas Financieras (en el que participan el FMI, la OCDE, el Banco Mundial y el BID) ha desarrollado estadísticas de la deuda externa para facilitar el acceso a los datos provenientes de los acreedores con relación a 176 economías en desarrollo y emergentes.
 5. El BID sigue mejorando las estadísticas bancarias. Las autoridades responsables de la supervisión del sector financiero deben entender la importancia de mejorar los informes sobre el sector financiero y los flujos financieros externos. A este respecto, el Grupo de Trabajo sobre Flujos de Capital del Foro para la Estabilidad Financiera ha detectado lagunas de información en cuanto a los movimientos transnacionales de capital.
 6. Además de haber mejorado las normas para la divulgación de datos sobre las reservas internacionales y la deuda externa, el FMI ha emprendido otras iniciativa para mejorar las prácticas. En 1998, el FMI publicó el *Código de Buenas Prácticas de Transparencia Fiscal*, que se basa en los principios siguientes: las funciones y responsabilidades del gobierno deben definirse claramente; los gobiernos deben comprometerse a proporcionar al público información completa y confiable sobre las operaciones fiscales; el proceso para la preparación del presupuesto, su ejecución y la presentación de informes al respecto debe ser transparente; y la información fiscal debe sujetarse a una evaluación independiente para asegurarse de su integridad. El Código establece lo que el gobierno debe hacer para aplicar los principios anteriores. Por ejemplo, su párrafo 3.2.3 estipula: “El saldo global del gobierno general deberá constituir un indicador sintético normalizado del saldo fiscal del gobierno...” En el inciso 4.1.1 se recomienda que un órgano nacional de auditoría, o una dependencia equivalente que designe la legislatura, y tenga la responsabilidad de presentar puntualmente al poder legislativo informes sobre la integridad financiera de las cuentas del gobierno.
 7. Por otra parte, como reacción a la crisis del sudeste de Asia y a fin de fortalecer la arquitectura del sistema monetario y financiero internacional, en 1998 el FMI estableció un conjunto de normas de transparencia con relación a las políticas monetarias y financieras. *El Código de Buenas Prácticas de Transparencia*

en las Políticas Monetarias y Financieras es una guía para los bancos centrales en la ejecución de políticas financieras y monetarias, de manera que dichos bancos y otras instituciones financieras puedan llevar a cabo el manejo apropiado de sus políticas financieras. La transparencia se refiere a la información pública en un entorno en el cual los objetivos de acción cuentan con un marco legal, institucional y económico, las decisiones de política y su fundamento, la información relacionada con las políticas monetarias y financieras, y los términos de la responsabilidad de las dependencias correspondientes deben darse a conocer al público de manera comprensible, accesible y oportuna. Así, las prácticas de transparencia que se establecen en el Código se enfocan a la transparencia de las funciones, responsabilidades y objetivos de los bancos centrales y los organismos financieros; los procesos que debe efectuar el banco central para la formulación y divulgación de las decisiones de política monetaria; el acceso del público a la información sobre las políticas monetaria y financiera; y la rendición de cuentas y garantías de integridad del banco central y los organismos financieros.

8. Finalmente, se ha demostrado la necesidad de que se informe puntualmente sobre las condiciones de liquidez de la economía, en particular de la magnitud de las reservas internacionales. En este aspecto, el FMI está desarrollando el texto denominado “Prácticas Sanas para la Administración de las Reservas Internacionales” que incluirá requisitos para la divulgación de información al respecto (véase FMI, 2001b).



WITHDRAWN

Bibliografía

Angsurat, Nual-Anong, *Sovereign Risk Management in an Integrated World*. Banco de Tailandia, presentado en el Segundo Foro sobre la Administración de la Deuda Soberana, noviembre de 1999.

Baddel, David F. *Insuring Sovereign Debt against Default*. Banco Mundial, Discussion Paper number 328, 1996.

Banco Internacional para Reconstrucción y Fomento. BIRD Hedging Products. An Introduction. Septiembre de 1999.

BID. *Basle Core Principles for Effective Banking Supervision*. Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, septiembre de 1997.

BID. *Report of the Working Group on Capital Flows*, abril de 2000.

Calvo, Guillermo y Carmen Reinhart. "Fixing for Your Life", Oficina Nacional de investigación Económica, noviembre de 2000.

Calvo, Sara. *Reducing Vulnerability to Speculative Attacks*. Banco Mundial, Premnotes no.16, febrero de 1999.

Caplen, Brian. "Markets Forgive Sovereign Sins", en *Euromoney*, junio de 2000, pp.118-126.

Cassard, Marcel y David Folkerts-Landau. *Sovereign Debt: Managing the Risks*, Banco Mundial, *Finance and Development*, diciembre de 1997.

Chambers, John. *Evaluating Sovereign Creditworthiness*. Standard & Poor's, presentado en el Segundo Foro sobre la Administración de la Deuda Soberana, noviembre de 1999.

CICA. *Indicators of Government Financial Condition*. Toronto, 1997.

Edwards, Sebastien. "Does the Current Account Matter?", Oficina Nacional de Investigación Económica, noviembre de 2000b.



Edwards, Sebastien. "Exchange Rates Regimes, Capital Flows and Prevention", Oficina Nacional de Investigación Económica, agosto de 2000a.

EuroMoney Magazine Online. "A Superpower Fans Apart". Septiembre de 1998

EuroMoney Magazine Online. "Why Foreign-currency debt is best for Russia". Agosto de 1998.

Fondo Monetario Internacional. "A Framework for Assessing Fiscal Vulnerability" Departamento de Asuntos Fiscales. Marzo de 2000c

Fondo Monetario Internacional. "Conference on Capital Flows and Debt Statistics: Can We Get Better Data Faster?", Background Paper, Washington D.C., 23-24 de febrero de 2000.

Fondo Monetario Internacional. "Debt and Reserve-Related Indicators of External Vulnerability". Departamento de Desarrollo y Revisión de Políticas. 23 de marzo de 2000b.

Fondo Monetario Internacional. "Guidelines for Public Debt Management" Washington, D.C., marzo 2001a

Fondo Monetario Internacional. *Anticipating Balance of Payments Crises: The Role of Early Warning Systems*. Diciembre de 1998.

Fondo Monetario Internacional. *Debt Relief for Low-Income Countries: the HIPC Initiative*. Washington, 1999b.

Fondo Monetario Internacional. *Financial Sector Crisis And Restructuring: Lessons from Asia*. Washington, diciembre de 1999.

Fondo Monetario Internacionoal. "Draft Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management". Washington, D.C. Junio 2001b.

Foro de Estabilidad Financiera. *International Standards and Codes to Strengthen Financial Systems*. Abril de 2001.



Geithner, Timofuy. "Sovereign Risk Management in an Integrated World" Conferencia del Banco Mundial sobre Administración de la Deuda, noviembre de 1999.

Gil-Díaz, Francisco. "The Origin of Mexico's 1994 Financial Crisis". *The Cato Journal*, vol. 17, no.3.

Goldstein, Monis, Graciela L. Kaminsky y Carmen M. Reinhart. *Assessing Financial Vulnerability: An Early Warning System for Emerging Markets*. Instituto de Economía Internacional, Washington, D.C., junio de 2000.

Heath, Robert. "Monitoring External Debt and Debt Vulnerabilities". FMI, presentado en el Segundo Foro sobre la Administración de la Deuda Soberana, noviembre de 1999.

Hemming, Richard y Murray Petrie. "A Framework for Assessing Fiscal Vulnerability" IMF Working Paper (WP/00/52), marzo de 2000.

Instituto de Finanzas Internacionales. *1998 Annual Report*.

Interfax M&CN. "Financial and Economic Crisis in Russia: on the Brink of Defaulting" *Strategic Advisor*, Vol. I, no.2, septiembre de 1998.

Kharas, Homi. "Monitoring External Debt and Debt Vulnerabilities". Banco Mundial, presentado en el Segundo Foro sobre la Administración de la Deuda Soberana, noviembre de 1999.

Kiguel, Miguel. "Does debt management matter? Yes" Banco Mundial, Premnotes number 17, febrero de 1999.

Levitt, Arthur. "Quality Information: The Lifeblood of Our Markets" Discurso pronunciado en el Club de Economía de Nueva York, 18 de octubre de 1999.

López-Mejía, Alejandro. "Large Capital Flows. Causes, Consequences, and Policy Responses." *Finanzas y Desarrollo*, FMI, septiembre de 1999, Vol. 36, No.3.



Ministros de Finanzas y Gobernadores de los Bancos Centrales del G-20. Final Communiqué. Montreal, 25 de octubre de 2000.

Mishkin, Frederic S. "Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries". Oficina Nacional de Investigación Económica, septiembre de 2000.

Nars, Kai (ed). *Excellence in Debt Management: The Strategies of Leading International Borrowers*. Londres, Euromoney Publications, 1997.

Oficina Nacional de Auditoría de Australia. *Commonwealth Debt Management*, Audit Report no.14, octubre de 1999.

Radelet, Steven y Jeffrey Sachs. "What Have We Learned, So Far, from the Asian Financial Crisis?" Washington, USAID, 4 de enero de 1999.

Standard & Poor's. *Financial System Stress and Sovereign Credit Risk*. Diciembre de 1997.

Standard & Poor's. *Global Financial System Stress: 24 Show Adverse Trends in Credit Quality*. Mayo de 1999.

Standard & Poor's. *Global Financial System Stress: Leading Indicators Signal Pressure in 16 Countries*. Septiembre de 1998.

Standard & Poor's. *Sovereign Credit Ratings: A Primer*. Diciembre de 1998

USGAO. *International Financial Crises: Efforts to Anticipate, Avoid and Resolve Sovereign Crises*. Julio de 1997, GAO/GGD/NSIAS-97-168.

USGAO. *México's Financial Crisis: Origins, Awareness, Assistance and Initial Efforts to Recover*. Febrero de 1996, GAO/GGD-96-56.

White, William. "What Have We Learned from Recent Financial Crises and Policy Responses?". Basilea, Banco de Pagos Internacionales, enero de 2000.

Wong, Richard. "Lessons from the Asian Financial Crisis". Washington, *CATO Journal*, vol. 18, no.3, 1999.



WITHDRAWN

WITHDRAWN