



**Universidad Nacional Autónoma
de México**

Facultad de Ciencias

**TEORIA Y MODELOS PARA EL ANALISIS
DE RIESGOS INTERNACIONALES**

T E S I S

Que para obtener el título de

MATEMATICO

p r e s e n t a

Enrique Román Enríquez

México, D. F.

1988



UNAM – Dirección General de Bibliotecas Tesis Digitales Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS © PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

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

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

INTRODUCCION

En los últimos años, la situación de endeudamiento internacional ha sido el centro de discusión en los círculos financieros e internacionales. Esta preocupación se debe, en gran parte, al alto nivel de endeudamiento que registran los países en vías de desarrollo - aproximadamente 745 mil millones de dólares a finales de 1982 según datos de la World Economic Outlook que publicó el Fondo Monetario Internacional en 1983 - y, asimismo, las dificultades confrontadas por una gran parte de estos países al tratar de cumplir con sus obligaciones de pago.

La suspensión temporal por parte de México del Servicio de su deuda, en agosto del 82, evidenció la crisis del sistema financiero internacional no sólo por ser México uno de los dos países prestatarios con mayores deudas, sino porque varias otras naciones siguieron el ejemplo mexicano ya fuera para suspender los servicios de sus deudas o pedir una combinación de reestructuración de pasivos a gran escala y menos financiamientos por parte de la banca comercial internacional y los organismos financieros internacionales.

Por lo anterior, el considerable tamaño del endeudamiento externo de los países en vías de desarrollo y la

disrupción generalizada del servicio de sus deudas, particularmente durante los procesos de reestructuración de los últimos cinco años, han puesto en peligro la estabilidad del sistema financiero internacional, el futuro de los grandes bancos comerciales, la continuidad de las relaciones de cooperación entre acreedores y deudores, y el futuro económico y la evolución política de los países en desarrollo.

Sin embargo, como resultado de estas difíciles circunstancias, ambas partes se han dado cuenta de los complejos riesgos involucrados en las transacciones intercomerciales, el así llamado "riesgo-país", y de las necesidades de evaluar los diversos factores que conducen a la materialización de dicho riesgo, es decir, la incapacidad de un país de servir su deuda.

En la búsqueda de formas más seguras en las que los bancos y otras organizaciones financieras puedan extender créditos a los países, la evaluación del riesgo país juega un papel de gran importancia, ya que hace posible el determinar la "calidad" del crédito de un país. No obstante, esta evaluación no intenta indicar la magnitud aconsejable de las relaciones intercomerciales entre un país prestatario y una institución financiera acreedora. Esto sólo se podrá hacer a través del monitoreo constante, basado en las decisiones de la institución en cuestión, acerca de su eva-

luación del riesgo-país, sus objetivos de mercado para ese país y su propia capacidad, y ganas de tomar riesgos.

El objetivo de este trabajo es dar una descripción del riesgo-país, su caracterización y los métodos y técnica disponibles para su evaluación. Asimismo, expondré brevemente el papel que el aseguramiento de los préstamos, o las técnicas de cobertura de riesgos financieros, podrían jugar en aliviar la escasez de flujos de divisas en los países en vías de desarrollo así como en asegurar el servicio de las deudas a los acreedores. Finalmente, discutiré que el estudio de la relación entre deudores y acreedores puede darse de tal modo que se pueda tomar ventaja de las facilidades analíticas que nos da la Teoría de Juegos.

En la Sección I, presento los antecedentes de default de naciones soberanas. Aún cuando este fenómeno no es nuevo, los casos anteriores de default fueron casos aislados, con la excepción de los ocurridos en 1829-33 y 1873-74. Además, se verá que el número actual de default sobrepasa toda experiencia anterior.

En la Sección II, se define el concepto de riesgo país, sus diferentes componentes se enumeran en un intento de suministrar una base metodológica para su evaluación, se analizan las consecuencias de la materialización del riesgo-país, esto es, la suspensión temporal del servicio de deu

da, las reestructuraciones, las moratorias y, principalmente la repudiación de la deuda externa; los diferentes métodos y técnicas de la evaluación del riesgo país se describen en conjunción con una revisión de los métodos actualmente usados por la banca internacional.

Puesto que la evaluación del riesgo país es una provisión para las contingencias que rodean la evolución de la deuda internacional, esta está íntimamente relacionada con las teorías de la incertidumbre. Por ese motivo, se hace referencia a estas teorías y a su vínculo con la evaluación del riesgo-país. Para concluir esta sección, se discute el papel de la cobertura de pasivos.

En la Sección III se estudian las relaciones entre deudores y acreedores. Las estrategias que caracterizaron los defaults anteriores a 1930 y se les compara con los acuerdos de reestructuración posteriores a 1945.

En la Sección IV se hacen algunos comentarios y observaciones, y se postulan ciertas conclusiones.

ANTECEDENTES HISTORICOS

En 1982 y 1983, la importancia de la evaluación del riesgo país y el monitoreo se puso en manifiesto. Mientras que hasta 1981, sólo de vez en cuando ocurría alguna reestructuración de deuda externa y esta era limitada (con la excepción del caso Turco), la situación actualmente es radicalmente distinta: hoy en día casi todos los países latinoamericanos se han visto involucrados en un proceso de reestructuración de deuda externa.

Un número cada vez mayor de países ha firmado acuerdos con la banca comercial internacional desde 1978 hasta la fecha. El siguiente cuadro ilustra lo anterior:

CUADRO I Acuerdos de Reestructuración 1978-87.

Año	País Deudor
1978	Jamaica y Perú
1979	Jamaica y Turquía
1980	Bolivia, Nicaragua, Perú, Togo y Zaire
1981	Bolivia, Jamaica, Nicaragua, Sudán y Turquía.
1982	Guyana, Liberia, Nicaragua, Polonia, Rumania y Senegal.
1983	Bolivia, Brasil, Chile, Costa Rica, República Dominicana, Ecuador, Guyana, Jamaica Malawi,

México, Nigeria, Perú, Polonia, Rumanía, Sudán,
Togo, Uruguay y Yugoslavia.

Fuente: Recent Multilateral Debt Restructuring with Official
and Bank Creditor . Ocassional Paper No. 25.
International Monetary Fund. Washington, D.F.,
December 1983.

En 1984 los países que habían reestructurado deudas con anterioridad se involucraron en nuevas negociaciones de deuda por la deuda adeudada en 1984 y años posteriores. Otros continuaron negociaciones para alcanzar un acuerdo para deudas ya contraídas y vencidas. Cuba y Costa Marfil concluyeron acuerdos de reestructuración en 1984. Los principales países deudores que entablaron reestructuraciones y renegociaciones con los bancos comerciales durante 1984 fueron: Argentina, Brasil, Chile, México, Nigeria, Filipinas, Polonia, Rumanía, Venezuela y Yugoslavia. De estos, la mayoría de los países latinoamericanos volvieron a renegociar adeudos en el año de 1986 y aún hoy se encuentran en el proceso de implementación de los nuevos acuerdos aún no efectivos.

Para complicar aún más la situación, este deterioro crítico del riesgo-país parece continuar en el corto plazo.

La evidencia señala al extraordinario crecimiento en el financiamiento internacional, desde el principio de los 70's, como la causa aparente del problema financiero internacional actual (véase, Krayenbuehl, 1985). Sin embargo, el default de países Soberanos no es un fenómeno nuevo. Davis (1980) traza los primeros defaults hasta la Edad Media. Durante el siglo XIV, tres importantes familias florentinas de banqueros: Los Bardi, los Peruzzi y los Accingshi se arruinaron como consecuencia del default de Eduardo III de Inglaterra, quien no cumplió con los pagos de sus deudas a causa de la guerra que éste declaró en contra de Felipe IV de Francia en 1337, es decir, la Guerra de los Cien Años. Uno de sus sucesores, Eduardo IV, recibió préstamos del banco de los Medici. El también incumplió en el pago de su deuda; esta vez la razón fue la Guerra de las Rosas.

El Banco Fugger debió su ascenso y caída a la familia de los Habsburgo a la que financió durante los siglos XVI y XVII. De acuerdo a Kettell y Magnus (1986), los préstamos a los Habsburgo se elevaban a 4.5 millones de florines, en 1563; la garantía o colateral consistía en los impuestos por cobrar en Holanda y España, los que frecuentemente no se obtenían. Después de una serie de moratorias acordadas y bancarrotas oficiales españolas durante las que las tasas de interés se redujeron y los vencimientos se exten

dieron, cerca de 8 millones de "Dutch guilders" que adeudaban los Habsburgo se cancelaron en 1650.

El siglo pasado, los inversionistas aceptaban el crédito de un número de países en desarrollo sin virtualmente antecedentes como participantes en operaciones de financiamiento. Los compradores de bonos fueron atraídos por la respetabilidad del auspiciamiento de las grandes bancas de ese entonces y por las altas tasas de rendimiento que frecuentemente doblaban las tasas de los valores gubernamentales.

En términos generales, las revoluciones en el transporte y comunicaciones así como el desarrollo industrial internacional y del comercio dieron un estímulo significativo al financiamiento internacional durante el siglo pasado.

No obstante, los defaults no eran raros. En 1841 y 42, nueve estados de la Unión Americana suspendieron pagos de interés y en años subsecuentes casi una de cada dos compañías ferroviarias americanas tuvieron problemas financieros. Tan sólo en los años de 1873 y 1874, los gobiernos de Bolivia, Costa Rica, República Dominicana, Egipto, Guatemala, Honduras, Liberia, Paraguay, Perú, España, Turquía y Uruguay cayeron en default.

A mediados del siglo pasado tres naciones: El Reino Unido, Francia y Alemania eran los principales acreedores internacionales. Después de la Primera Guerra Mundial, los Esta-

dos Unidos se convirtieron en el acreedor internacional más importante. En los últimos años, nos encontramos con la presencia de Japón como significativo acreedor mundial por montos si bien no por diversidad de colocación.

Entre las dos guerras mundiales hubo un período de gran disrupción económica y financiera en el que se dieron defaults en gran escala. Después del incremento en el financiamiento internacional que ocurrió en los años veintes, la depresión económica y la aguda declinación en el comercio internacional en los primeros años de la década de los treinta resultó en defaults por casi toda Latinoamérica y Europa Oriental.

El cuadro II muestra las naciones Latinoamericanas que cayeron en default entre 1931 y 1933.

CUADRO II DEFAULTS EN PRESTAMOS A GOBIERNOS 1931-33

ANO	PAISES DEUDORES
1931	Bolivia, Brasil, Chile y Uruguay
1932	Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Perú y Uruguay.
1833	Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Cuba, Perú y Uruguay.

Los principales elementos en las series de defaults de los países en vías de desarrollo en los primeros años de la década de los treinta fueron: el colapso en el comercio mundial, la baja en los precios de sus exportaciones - generalmente bienes primarios: café, estaño, azúcar, etc. - y la resultante falta de liquidez en divisas extran geras para hacer frente al servicio de sus deudas.

Repudiaciones por parte de países soberanos ocurrieron con alguna frecuencia hasta 1945, pero han sido muy ra ros desde ese entonces. Aparte de la repudiación de deuda por parte de Cuba en los años sesenta, Corea del Norte y Ghana fueron otros dos de los raros casos de repudiación de deudas aunque en el caso de Ghana su deuda finalmente fué reestructurada.

La presente ola de defaults parece ser principalmente debida a elevaciones imprevistas en los costos de fondeo. Después del aumento en los precios del petróleo en 1973, los principales bancos internacionales se encontraron re cidando los excedentes de la OPEP al resto del mundo en busca de rendimientos, principalmente a los países en vías

Fuentes: Max Winkler y Marwell S. Stewart, 'Recent Defaults of Government Loans' de Foreign Policy Reports 7. No. 22. Enero 1932; y Dragoslav Avramovic. "Debt Servicing Capacity and Postwar in International In debtedness", John Hopkins University Press. Balti-
more, 1958.

de desarrollo. Los bancos estaban deseosos de prestarles a los países subdesarrollados dado que la recesión de 1973-74 había reducido sustancialmente las necesidades de financiamiento de sus antiguos clientes, principalmente compañías del mundo desarrollado y, a la vez, porque los "buenos" deudores experimentaban un rápido crecimiento económico en los primeros años de la década de los setenta. Asimismo, al hacer lo anterior, la Banca Internacional estaban evitando una mayor recesión mundial, puesto que al permitir que los países subdesarrollados continuaran con sus políticas orientadas al crecimiento se implicaba una demanda en aumento de los bienes de los países industrializados. En tanto, los países subdesarrollados variaron sus fuentes de financiamiento de fondeo preferencial a fondeo no preferencial. Se encontraron de pronto expuestos a mayores tasas de interés y vencimientos de capital más cortos de lo que había sido el caso con las fuentes tradicionales de financiamiento al desarrollo. Hasta los años setenta, la relación de la banca comercial internacional con los países subdesarrollados se limitaba a suministrar líneas de financiamiento a corto plazo, unos cuantos préstamos a mediano y largo plazo concedidos al Sector Público (principalmente en conjunción con programas de estabilización sugeridos por el Fondo Monetario y frecuentemente con garantía en oro), y pocos préstamos para proyectos de inversión. La mayor

parte del financiamiento conseguido por los países en desarrollo se derivaba de organismos de los Gobiernos en forma de asistencia oficial al desarrollo, el Banco Mundial (para proyectos de desarrollo económico), así como el Banco Interamericano de Desarrollo y, si necesario, el FMI (para propósitos de ajustes en balances de pagos). El siguiente cuadro muestra la creciente participación de las fuentes privadas en el financiamiento a los países en desarrollo y, al mismo tiempo, la contribución decreciente de fondo preferencial.

CUADRO III. Financiamiento a los países en DESARROLLO⁽¹⁾ en los 70's.

	1971	1976	1978	1980
.Deuda Externa Total ⁽²⁾ (Miles de millones de dólares)	90	220	345	465
.Financiados por: (%)				
Préstamos bancarios	12.2	39.1	30.4	33.3
Otras fuentes privadas	10.0	7.3	8.4	7.6
<u>Total de Fuentes privadas</u>	<u>22.2</u>	<u>36.4</u>	<u>38.8</u>	<u>40.9</u>
Fuentes Oficiales	26.7	16.8	14.2	12.3
Fuentes Multilaterales	11.1	11.8	11.6	12.0
Créditos a la Exportación	30.0	23.2	24.6	24.5
Otros ⁽³⁾	10.0	11.8	10.8	10.3
<u>Total</u>	<u>100.0</u>	<u>100.0</u>	<u>100.0</u>	<u>100.0</u>

(1) Se incluyen países de la OPEP

(2) Deuda Externa a Mediano y Largo plazo

(3) Incluye financiamiento por países de la OPEP

Fuente: OECD. Development Cooperation, 1982. Review.

Apenas se había digerido el incremento en el precio del petróleo, cuando ocurrió el segundo shock petrolero, en 1979. Como indican Kettel y Magnus (1986) los excedentes de la OPEP aumentaron de 2 mil millones de dólares en 1978 a 114 mil millones en 1980, quedando en 60 mil millones para 1981, mientras los países en desarrollo no productores de petróleo incrementaron su déficit de 41 mil millones de dólares en 1978 a 108 mil millones en 1981.

Lo anterior creó una renovada demanda de reclinamiento de financiamiento; sin embargo, el reciclamiento se volvió más difícil y riesgoso. Como ya se mencionó, un número creciente de países empeoró negociaciones de sus deudas externas desde 1978 y en 1979, la crisis Iraní surgió conduciendo a Irán a no estar en posibilidad de cumplir con sus deudas en dólares a los bancos no americanos debido al congelamiento de sus activos financieros por los Estados Unidos en 1981.

Si fué el caso que los bancos prestaron más de lo debido o los países subdesarrollados pidieron de más es polémico hoy en día. Aún cuando, como Ilse Mintz (1981) lo señala, el factor aislado más importante que llevó a los inversionistas a ser menos cautelosos en sus análisis de riesgos, antes de la crisis del 29, fué la completa au-

sencia de moratorias durante la década precedente. Sin embargo, como él también señala, el hecho de que los préstamos sean difíciles de obtener por los severos análisis de crédito en los tiempos de depresión severa y la ausencia de defaults en otras ocasiones no prueba que todos los préstamos tengan riesgo calculado y por lo tanto los préstamos están seguros, lo que debería servir de freno al optimismo excesivo del público.

II

EVALUACION DEL RIESGO PAIS

2.1 CARACTERIZACION DEL RIESGO PAIS

2.1.1 DEFINICION

EL RIESGO-PAIS HA SIDO DEFINIDO DE VARIAS FORMAS. PARA PROPOSITOS ILUSTRATIVOS, PRESENTO TRES DEFINICIONES:

NAGY (1984) define el riesgo-país como la exposición a una pérdida en el financiamiento extrafronteras, causado por ciertos acontecimientos en un país en particular; acontecimientos que están, al menos hasta cierto punto, bajo el control del Gobierno pero en definitiva no bajo el control de una empresa privada o individuo (p.e., las revoluciones o revueltas.)

Otra definición, propuesta por Dale (1983) y Krayenbuehl (1985), consiste en la posibilidad de que un estado soberano o prestatarios soberanos de un cierto país puedan ser incapaces de, o no deseen, cumplir, y otros prestatarios (por ejemplo, compañías privadas) aunque quisieran cumplir con sus compromisos con su acreedor extranjero por razones más allá de los riesgos usuales que surgen en relación a todos los préstamos e inversiones no lo puedan hacer.

Una tercera definición, dada por Robinson (1981), postula al riesgo-país como la probabilidad de que un país no

esté en posición de generar suficientes divisas extranjeras para servir sus deudas en divisas extranjeras en los términos y condiciones acordados en los contratos o acuerdos originales.

Sea cual fuere la definición adoptada, se pueden identificar las siguientes características de riesgo-país:

- 1) Sólo concierne préstamos extrafronteros. Se excluye el riesgo asociado a los créditos financiados internamente en moneda local. Las transacciones extrafronteros conllevan un alto riesgo político, ya que, las legislaciones de más de un país se ven involucradas. De hecho, el recurso legal en contra de un Gobierno que declare moratoria ofrece poca protección. Una instancia legal en las cortes del país prestatario pueden o no ser aceptadas o pueden no ser exitosas o no den lugar a un juicio resolutorio. En tanto que las cortes del país del acreedor quizá no puedan tomar cartas en el asunto si hay inmunidad soberana involucrada y no pueden ser efectivas si no hay activos que enajenar. Aún más complejas consideraciones de tipo legal ocurren cuando un prestatario se ve impedido por no tener acceso a divisas extranjeras a cumplir con sus obligaciones externas.
- 2) La definición de riesgo-país es más amplia que las de

riesgo soberano o riesgo de transferencia. El riesgo soberano implica sólo el riesgo de que una nación soberana no pueda conseguir las divisas extranjeras necesarias - o no quiera hacerlo - para servir su deu da externa. El riesgo de transferencia involucra só lo el riesgo de que un país en particular quizá imponga restricciones a las remisiones de capital, dividendos, interés, comisiones o regalías a acreedores o inversionistas extranjeros derivado de su política económica nacional. Esto último quiere decir que una compañía del sector privado, aunque se desempeñe eficientemente, puede no estar en posición de ob tener las divisas necesarias para servir sus deudas.

- 3) Sólo acontecimientos que están, al menos hasta cierto punto, bajo el control del gobierno pueden conducir a la materialización del riesgo-país. Este punto en fatiza la diferencia entre riesgo-país y riesgo comercial. El primero puede surgir como el resultado de un mal manejo de la economía por parte del Gobier no, en cambio, el segundo puede ser causado por un mal manejo de una firma privada de su propia economía.

Es importante notar que la tercera definición expli citamente considera a la probabilidad como la medida ade

cuada del riesgo-país. Las otras utilizan términos más generales, como exposición y posibilidad, para así describir la presencia de la incertidumbre en el riesgo país.

Se discutirán más adelante las maneras de evaluar el riesgo-país y se verá que el enfoque probabilístico es un método válido para caracterizar y medir la incertidumbre que rodea al financiamiento internacional.

2.1.2 COMPONENTES

La evaluación del riesgo-país involucra una mezcla de factores económicos, políticos y legales.

EL COMPONENTE LEGAL.

El riesgo legal está relacionado con el cumplimiento de los términos y condiciones de los acuerdos originales. Lo anterior involucra a las leyes de los diferentes países concernidos en el contrato, vencimientos, intereses, amortizaciones, cargos y gastos así como comisiones, etc. En este respecto, los detalles de los términos y condiciones en los acuerdos de financiamiento internacional han sido el producto de negociaciones acreedor-deudor, así como de algunas agencias internacionales (como el Fondo Monetario). No es aventurado decir que los cambios en las condiciones de préstamo pueden jugar un importante papel en la futura evolución de la deuda internacional.

EL COMPONENTE POLITICO

El riesgo político se asocia usualmente con la agitación política y las revoluciones: problemas laborales, expropiaciones, nacionalizaciones; restricciones a la repatriación de capital, dividendos, intereses, comisiones y regalías; y restricciones a los pagos internacionales de transacciones comerciales por razones políticas.

El siguiente listado intenta dar una enumeración completa de los diversos factores de riesgo político:

- a) Factores políticos dentro de la estructura legal del país:
 - . Fondo constitucional
 - . Sistema político.
 - . Política exterior.
 - . Sistema económico
 - . Estructura social.
 - . Composición étnica y religiosa de la población.
 - . Relaciones laborales.
 - . Legislación sobre inversiones extranjeras.

- b) Factores políticos ajenos al aparato legal del país:
 - . Revueltas.
 - . Rebeliones
 - . Revoluciones y golpes de estado.

- . Corrupción.

c) Factores políticos originados fuera del país:

- . Intervención no armada
- . Boycotts y acciones discriminatorias.
- . Guerras y conflictos bélicos.

El componente económico.

Este componente, que es más conocido como riesgo de transferencia, está relacionado con la capacidad de un país en particular de servir sus obligaciones y contraer deuda de prestatarios extranjeros. Esta capacidad está directamente asociada con la capacidad del país de ganar y obtener las suficientes divisas extranjeras para servir sus deudas. El riesgo involucrado corresponde a la totalidad de sus pasivos interfronterizos tanto del país como de sus instituciones privadas o públicas.

La evaluación del riesgo de transferencia debiera tomar en cuenta la relación entre los pasivos interfronterizos de un país así como la necesidad de éste de contratar nuevos créditos y su capacidad o incapacidad de generar las divisas necesarias para servir esos pasivos así como obtener nuevos créditos.

Para poder llevar a cabo lo anterior, se presenta una

lista de los diferentes riesgos de transferencia:

a) Factores económicos que influyen en operaciones cambiarias.

a.1) Factores bajo control parcial o total del propio país:

- . Inflación
- . Política cambiaria.
- . Políticas macroeconómicas
- . Utilización del financiamiento externo.
- . Condiciones comerciales y de servicios.
- . Recursos naturales.
- . Impuestos aduanales y cuotas.
- . Administración de la deuda externa.
- . Movimientos de capital y transferencias unilaterales.

a.2) Factores económicos fuera del control del país:

- . Barreras comerciales
- . Precios de los bienes primarios
- . Tasas de interés
- . Catástrofes naturales
- . Condiciones de mercado
- . Fondos concesionales

b) Factores económicos que influyen la capacidad de un país de obtener créditos externos:

- . Tamaño de la economía
- . PNB per cápita
- . Pertenecer a un grupo económico, acuerdo (GATT), entidad supranacional (MCE), cartel (OPEP).
- . Tamaño de la deuda externa.

2.1.3 Consecuencias de la materialización del riesgo país.

El riesgo-país se manifiesta de tres modos diferentes; cada uno componiendo sus efectos negativos sobre los anteriores.

Un retraso en el pago de intereses o en el pago de principal representa la consecuencia más ligera de la materialización del riesgo-país. Esta clase de problema es o de menos importancia o puede ser el principio de una cadena de problemas aún más serios para el país en cuestión.

De acuerdo a Krayenbuehl (1985), un retraso en los pagos era principalmente un problema técnico en los años se ta n ta y los banqueros por lo tanto se había ya familiarizado con éste. Se consideraba una debilidad temporal del pre st at ario, sin mayores consecuencias. Sin embargo, desde que la ola de reestructuraciones empezó, el retraso en los pagos ha asumido una significancia mayor y hoy día usual-

mente indica el primer signo de serias dificultades en el país interesado.

El siguiente paso en el deterioramiento en el riesgo de un país es que perdure la dificultad del país en servir sus compromisos y mantener disponibles las divisas necesarias a los prestatarios interfronterizos. Cuando el país ya no puede servir su deuda externa, entonces tiene dos opciones: o renegociar o reestructurar su endeudamiento o declarar algún tipo de moratoria.

En tal situación, la opción de renegociar o reestructurar es la usual en estos momentos. Sin embargo, si un país declara una moratoria sobre su deuda, simplemente responde el servicio de la misma parcial o totalmente bajo el entendido de que tan pronto como haya ajustado su situación con el exterior volverá a servir su deuda normalmente o en condiciones parecidas a las originales. La opción de moratoria no ha sido popular últimamente ya que enfatiza la relación prestatario y acreedor. Por ello, esta decisión dificulta mucho más al país prestatario el recobrar el acceso a los mercados financieros internacionales.

La consecuencia más severa que pudiera ocurrir se da cuando un país repudia o desconoce su endeudamiento. Esta es una situación excepcional, ya que al hacerlo el país en

cuestión está en peligro de aislarse completamente de la comunidad financiera y económica internacional. El último caso de desconocimiento de adeudos se dió en los años sesenta, cuando Cuba repudió la deuda que tenía con acreedores americanos.

Técnicas y Métodos de Evaluación de Riesgo País.

Al evaluar el riesgo-país existen tres diferentes enfoques básicos: el cualitativo, el cuantitativo y el integral. La evaluación cualitativa descansa sobre la experiencia de los expertos que tienen el conocimiento y la habilidad analítica de evaluar los diversos factores de riesgo: legal, político y de transferencia. El enfoque cuantitativo selecciona de los diferentes factores enumerados a los significativos y luego intenta calcular el riesgo-país, haciendo uso, principalmente, de análisis estadísticos y econométricos. El enfoque integral combina los métodos antes mencionados.

La evaluación riesgo-país puede conducir a una clasificación de los diferentes países de acuerdo a una escala ordinal - por ejemplo, "de altísimo riesgo", de "alto riesgo", de "riesgo medio", de "bajo riesgo" y de "muy bajo riesgo" -, o numérica - por ejemplo, de 1 a 100 -.

Cualquiera que sea el método empleado, la evaluación tiene que desarrollarse de manera sistemática, basada en

un plan regular y un método fijo. Es decir, debe llevarse a cabo a intervalos regulares, utilizando el mismo método. Más aún, es aconsejable efectuar una evaluación individual después de que un evento extraordinario haya ocurrido, o aún mejor, predecir dicho evento a tiempo y hacer la evaluación correspondiente.

2.2.1 Métodos Cualitativos.

2.2.1.1 Enfoque cualitativo puro.

Parece ser que esta forma de evaluación debiera ser llevada a cabo por un equipo de no menos de tres expertos sobre riesgos legales, políticos y de transferencia cuando es el caso. Un miembro del grupo debiera tener un conocimiento experto del país en cuestión. Otro miembro debiera ser un experto en temas legales, políticos y económicos. El tercer miembro pudiera ser un ejecutivo de alto rango con amplia experiencia en asuntos internacionales. Al menos así se ha sugerido y establecido.

El trabajo final del grupo debiera evaluar cada factor y llegar a una conclusión sobre que tan elevado es el riesgo del país en estudio.

El principal problema que tiene este método es que la base de la evaluación cambia con las personalidades involucradas.

2.2.1.2 Enfoque "Experto"

El método consiste en el uso de un consejero que es un experto sobre el ambiente legal, político y condición económica de una región específica o de un país. Este enfoque depende unilateralmente de la calidad del experto seleccionado y, por esta razón, es muy sensible a la selección del experto siendo, por lo tanto, probable de estar sujeto a errores.

2.2.1.3 El Método Delphi.

En este método desarrollado por Dalkey y Helmer (1951), el consejo de los expertos se busca en una forma sistemática. La institución que busca evaluar el riesgo de un país enumera los diferentes factores que influyen en la situación actual y futura de una nación y luego, pregunta a un amplio grupo de expertos, directamente pero en forma independiente para clasificar y ponderar la importancia de estos factores. Finalmente, los resultados se combinan en un ordenamiento por clases o mediante un índice.

La calidad de tal evaluación así como su fortaleza o debilidad depende de la selección de factores, y del grupo de expertos interrogados.

2.2.2 METODOS CUANTITATIVOS

2.2.2.1 Enfoques Estadísticos.

2.2.2.1.1 Análisis Multivariados.

Como se ha visto, para evaluar el riesgo país, se debería examinar una larga lista de factores, no sólo en relación al momento actual sino también al futuro. Este tipo de problema puede implicar al análisis multivariado.

Para cada factor de riesgo país, las variables que tienen atributos de representatividad se deben seleccionar, cuantificar y poner en un sistema escalafonario. Puesto que algunas variables pueden ser cualitativas, una transformación de estas variables en variables numéricas es necesaria. Esto se puede lograr aplicando técnicas de ordenamiento multidimensional, las que para cada variable cuantitativa asignan una coordenada a lo largo de un eje; es decir, un valor numérico. Las variables deben estar interrelacionadas de tal modo que influyan al factor en cuestión, lo que implica que una o varias de las variables son funciones de las de otras variables. Matemáticamente, esto se reduce a la regresión múltiple de la variable dependiente sobre el conjunto de variables que pertenecen a esta categoría. El resultado de estos cálculos nos da un indicador.

Para evaluar el riesgo país total, los diferentes indicadores tienen que ser ponderados uno con otro. El resultado será un índice individual. Para lograr un sólo número, se puede tomar ventaja de varias técnicas: análisis de componentes principales, análisis canónico ó análisis de discriminante, por ejemplo.

Aunque la principal consecuencia de cuantificar las variables cualitativas es permitir el uso de técnicas estadísticas, por medio de utilizar las situaciones usuales de variables numéricas, la complejidad de una cuantificación multidimensional se puede considerar como problemática.

2.2.2.1.2 ANALISIS NO-PARAMETRICO.

El estudio por Fisk y Rimlinger (1979) es un ejemplo de un enfoque de agrupamiento y estimación no paramétrica. Sin embargo, la palabra "agrupamiento" podría significar implícitamente el uso de una técnica multivariada; a decir, análisis de conglomerados ("clusters")

Si un país en particular ha de ser evaluado, se deberían buscar países en una situación similar y usarlos como precedentes.

El ejemplo dado en el estudio de Fisk y Rimlinger es sobre Turquía en 1975. El procedimiento sugerido es bus-

car un conjunto de países similares para comparar a Turquía tanto favorable como desfavorablemente.

En este estudio no se intentó hacer predicción alguna. Los resultados fueron: un 72% de probabilidades de que no hubiera reestructuración de pasivos, en el caso optimista, en relación a un 80% de probabilidades de hacerlo, en el caso pesimista.

La regla de decisión dependería del grado de aversión al riesgo de parte del prestatario. Mientras mayor el grado de aversión, la estimación más optimista tendría que exceder a la estimación pesimista para que tuviera lugar el préstamo.

2.2.2.1.3 Análisis "Logit".

El método de usar análisis "logit" para evaluar el riesgo país fué originalmente desarrollado por Feder y Just (1977). Su modelo intenta determinar la probabilidad de que se llegue a dar una reestructuración en un año en específico.

Para este propósito, se toma en cuenta a los principales indicadores económicos disponibles para la evaluación del riesgo de transferencia. Los siete indicadores considerados son: la razón de servicio de deuda (x_1), la razón de importaciones / reservas (x_2), la razón de

amortizaciones (deuda (x_3), el ingreso per capita (x_4), los ingresos de capital (x_5), el crecimiento del PNB per capita (x_6), y el crecimiento de las exportaciones (x_7); todos estos indicadores son usualmente disponibles en fuentes tales como el BANCO Mundial, el FMI y el Statistical Year Book de la ONU. El análisis "Logit" requiere que una correlación que se pudiera dar entre, por ejemplo, la razón de servicio de la deuda y la probabilidad de default o de reestructuración sea aproximada por una curva como la que se muestra en el siguiente cuadro:

Y

GRAFICA 1.

DEFAULT: 1

NO DEFAULT: 0

x_1

GRAF. 1. CURVA DE PROBABILIDAD DE DEFAULT

En términos matemáticos, se postula que la probabilidad de default (Y) es una función logística de los diferentes indicadores económicos (x_1, x_2, \dots, x_7); es decir,

$$Y = \frac{1}{1 + e^{-(b_1x_1 + b_2x_2 + \dots + b_7x_7)}}$$

donde las B_i son los respectivos coeficientes logísticos: estos coeficientes pueden ser estimados empíricamente por medio de un procedimiento de máxima verosimilitud.

El análisis Logit para evaluación de riesgo de transferencia es usado por varios bancos, los que han desarrollado el modelo cambiando algunos de los indicadores y, en consecuencia, revisando los estimados logísticos. Evidencia reciente parece señalar que los resultados obtenidos a través del análisis logit son alentadores. De hecho, los indicadores logísticos de Cline (1984) sobre las dificultades de seguir deuda externa muestran el agudo deterioro que condujo tanto a México, Brasil y Argentina al default en 1982 como a Chile en 1983, según se puede ver en el siguiente cuadro:

CUADRO IV: INDICADORES LOGISTICOS SOBRE DIFICULTAD EN EL SERVICIO DE DEUDAS EXTERNAS*.

PAIS	1978	1979	1980	1981	1982.
ARGENTINA	.000	.000	.000	.002	.311
BRASIL	.001	.000	.026	.747	.810
CHILE	.018	.002	.000	.000	.265
MEXICO	.021	.090	.135	.021	.435

* NIVEL CRITICO = 0.242.

FUENTE: Cline; W.R., International Debt: Systemic Risk and Policy Response. Institute for International Economics. Washington, 1984.

2.2.2.2 ANÁLISIS DE SPREADS

El análisis de Spreads o sobretasas ha sido utilizado como un método para evaluar el riesgo de transferencia. Este método está basado en el desempeño de un país en los mercados financieros internacionales. El argumento es que las cotizaciones de estos mercados - básicamente, los spreads y las comisiones - son indicadores confiables de riesgo.

Para usar el análisis de sobretasas, los créditos y las transacciones de los mercados de capitales para ser analizados deben ser compatibles. Se requiere el mismo tipo de prestatario, y las transacciones interfronterizas consideradas se limitan a las contraídas por prestatarios soberanos. Además, es necesario que las transacciones tengan la misma duración y que han sido firmadas más o menos en la misma fecha para ser comparable. Además, la estructura de comisiones de las transacciones deben ser incorporadas en la sobretasa.

La clasificación de riesgo-país de Euromoney que se publica anualmente descansa consistentemente en el análisis de sobretasas. Los criterios clave para efectuar la clasificación son acceso al mercado, los términos y condiciones obtenidos, cuando se dispone de ellos (y si no es el caso según los criterios del mercado), y el éxito de la operación.

En 1984 los porcentajes eran como sigue:

. Acceso al mercado	50%
. Términos y condiciones obtenidas (sobretasa/ plazo)	30%
. Colocación	20%

2.2.2.3. Enfoque de Escenarios.

Tanto los métodos cuantitativos como cualitativos pueden conducir al enfoque de escenarios, el cual intenta descubrir como se comporta el riesgo país bajo diversas suposiciones. Su importancia descansa en mostrar que siempre es posible que haya desarrollos en direcciones diferentes pero su dificultad está en identificar los supuestos más probables.

2.2.3 El Método Integral.

A pesar del hecho de que el riesgo de transferencia parece ser un campo natural para la aplicación de los métodos cuantitativos; es preferible que su evaluación también contenga una parte cualitativa. Esto se debe a que las políticas en relación al manejo de la economía no pueden medirse por completo de forma cuantitativa.

Lo anterior es una justificación para evaluar al riesgo país por medio del método integral. Puesto que éste se beneficia de tanto el enfoque subjetivo como el objeti

vo, luego entonces se conjuntan los elementos cualitativos y cuantitativos.

Un procedimiento frecuentemente usado es establecer una lista conteniendo los factores de riesgo país que son relevantes para el país o institución financiera en cuestión. Cada factor de riesgo recibe un peso de acuerdo al riesgo involucrado.

Robinson (1981) elaboró un formato de evaluación (cuadro V) considerando una lista en la que los indicadores relacionados con capacidad de servir la deuda tienen un peso total de 46 por ciento.

Aún cuando la evaluación de riesgo es relevante tanto para acreedores como prestatarios, el punto de vista de los acreedores sobre este asunto está más difundido. Aún más, ya que hace posible evaluar la capacidad de crédito de un país prestatario, tiene una influencia decisiva sobre el financiamiento internacional y, por lo tanto, los prestatarios debieran tomarlo en cuenta cuando evalúan su propio riesgo. De así hacerlo, los países deudores tendrían a mano un instrumento útil que puede indicar cuando debieran esperar dificultades o negociaciones relativamente sencillas con sus acreedores, en el caso de que pidan nuevos préstamos o reestructuren sus adeudos.

2.2.4 Revisión de Técnicas y Métodos en Uso.

Encuestas recientes de los modos en los que los bancos acreedores efectúan su evaluación de riesgo país han revelado diferencias de enfoques considerables. Asimismo, han mostrado una tendencia hacia procedimientos sistemáticos para evaluar el riesgo país y la necesidad de mayor análisis prospectivo.

2.2.4.1 La Encuesta Americana.

Esta encuesta, conducida por el Eximbank de los Estados Unidos en 1976, mostró que 32 de los principales Bancos Americanos de una muestra de 37 trataban una evaluación sistemática de riesgo país, pero los métodos utilizados eran principalmente cualitativos. Los sistemas se clasificaron en cuatro tipos: totalmente cualitativos, estructuralmente cualitativos, de lista de referencia (cuantitativo) y "otros" (cuantitativos).

Los sistemas totalmente cualitativos son subjetivos y sus limitaciones prácticas residen en que las comparaciones entre países son difíciles de hacer.

Los sistemas estructuralmente cualitativos también consisten en un enfoque subjetivo, pero la forma analítica tiende a ser relativamente estandarizada y los indicadores económicos y el análisis estadístico que adoptan son

de uso común, de este modo permiten hacer comparaciones entre países.

Los sistemas de listas de referencia evalúan los factores políticos y económicos que influyen en el riesgo país. A cada factor se le asigna un marcador o score y se obtiene un score total para cada país en análisis. Aunque el método de lista de referencia hace más sencillo el clasificar y comparar países, la selección y ponderación de las variables es grandemente subjetiva.

En el caso de "otros" sistemas cuantitativos, que incluyen técnicas econométricas y estadísticas: tales como el análisis logístico, de discriminantes y el no-paramétrico, énfasis especial se da a las variables políticas y económicas decisivas que influyen en el default de pagos. Este enfoque intenta hacer una asignación objetiva de las ponderaciones asignadas a cada variable. Sin embargo, estos sistemas pudieran llegar a ser de difícil desarrollo y de mantenimiento costoso.

La encuesta del Eximbank reveló que la mayoría de los bancos (23 de 37) trabajaban sobre la base de un sistema estructural cualitativo, 4 bancos sobre la base de una combinación de sistemas estructural cualitativo y de lista de referencia, otros 4 bancos sobre un sistema totalmente cualitativo y sólo 1 banco sobre una combinación de lista

de referencia y 'otros' sistemas cuantitativos. El resto de los bancos no contaban con un procedimiento sistemático para evaluar al riesgo país.

2.2.4.2 La encuesta de Buston e Inove (1983).

A causa de las limitaciones de la encuesta de los bancos americanos y la ausencia de cualquier tipo de comparación dentro de un contexto internacional, en 1980 se llevó a cabo una encuesta con 25 bancos privados internacionales para clasificar las similitudes y diferencias en los sistemas de evaluación de riesgo país empleados por los bancos americanos y los no-americanos. La muestra cubría 11 bancos americanos, 3 británicos, 3 franceses, 3 suizos, 2 canadienses, 2 japoneses y 1 alemán.

Se descubrió que los métodos de evaluación sistemática sólo han estado en operación desde mediados de los años setenta, pero su introducción varía entre los bancos dependiendo de su experiencia y vocación de banca internacional. En general, los bancos americanos tenían ventaja dado que participaron en financiamientos internacionales con mayor anterioridad que los bancos europeos y japoneses. Algunos grandes bancos no-americanos no contaban con un análisis sistemático, en cambio utilizaban la "intuición" o las reglas de dedo. No obstante, la mayoría de los bancos investigaban sobre el riesgo país sobre una base de métodos combinados cuantitativos y cualitativos.

La tendencia en general ha sido hacia una mayor complejidad siguiendo una progresión de no-sistemática a sistemática, de subjetiva a objetiva y de cualitativa a cuantitativa.

Los bancos que usan modelos matemáticos o sistemas de listas de referencia usualmente se concentran en predicciones a corto plazo (de uno a dos años), pero varios modelos de los bancos cubren tanto las predicciones de corto como las de largo plazo (más de dos años).

Al menos una vez cada año se realiza una reevaluación formal, pero algunos bancos desarrollan un ejercicio bianual o trimestral sobre los países en los que tienen grandes intereses. La mayoría de los bancos efectúa una revisión en el caso de cambios drásticos tanto políticos como económicos.

En relación a la selección de variables consideradas como relevantes, ésta es similar entre los bancos. Las más importantes son las siguientes: el producto nacional bruto o el PNB per cápita (o sus tasas de crecimiento); la tasa de influencia, o la variable representativa de la tasa de crecimiento de oferta monetaria, el balance presupuestal del gobierno central; la proporción de ahorros domésticos y variables relacionadas con el tipo de cambio.

Finalmente, dada la poca apertura de los bancos para revelar información detallada en esta área sensible, las medidas asociadas a las variables se dan en un nivel agregado, como lo muestra el cuadro siguiente:

CUADRO VI. Formato de Evaluación

Variables	BANCOS		
	Europeos	Japoneses	Americanos
Economía doméstica	25	25	40
Economía externa	30	20	20
Endeudamiento externo	20	5	25
Situación socio-política	25	50	15

N. B. Este formato sólo considera tres bancos: uno europeo, uno japonés y uno americano.

Fuente: Burton, F.N. e Inove, H. "Country risk Evaluation Methods: A Survey of Systems in use", The Banker. January 1983.

2.3 Las Teorías de la Incertidumbre y la Evaluación del Riesgo País.

En la teoría de decisiones valor e incertidumbre son conceptos complementarios. La consecuencia de un acto dependerá de que proposición h. de un conjunto específico

H. es verdadera, es decir, $c(a,s)$ es la consecuencia de un acto a . cuando la proposición ' el estado de la naturaleza es s ' es el caso o es verdadero. En particular, las teorías de la incertidumbre se interesan en la determinación de una medida real del conjunto proposicional H. el cual, junto con una medida de valor, es un determinante de la selección.

En el contexto de la evaluación del riesgo país, la selección será determinada por el tamaño de la pérdida potencial y la probabilidad de su materialización. Esto se ilustra, en cierta medida, en el cuadro VII.

CUADRO VII. Estructura de un listado de evaluación de países.

PAIS	POTENCIAL	SCORE DE RIESGO	LIMITE POR PAIS
Holanda	US \$ 200 M.	muy bajo riesgo	US \$ 200 M.
Italia	US \$ 200 M.	bajo riesgo	US \$ 600 M.
India	US \$ 500 M.	riesgo medio	US \$ 250 M.
México	US \$ 1000 M.	riesgo moderadamente alto	US \$ 300 M.
Zaire	US \$ 100 M.	riesgo extremadamente alto	- -

Fuente: Krayenbuehl, T.E. Country Risk: Assessment and monitoring. Woodhead - Faulkner. Cambridge, 1985.

Es fácil notar que las probabilidades implícitas de default en el cuadro anterior son: 0, 1/4, 1/2, 7/10 y 1, respectivamente.

Las teorías de incertidumbre se clasifican de acuerdo al tipo de medida al que están orientadas, por ejemplo, objetiva, subjetiva y objetiva derivada subjetivamente (véase White, 1969). Estas medidas son consideradas significativas sólo cuando no dependen de las consecuencias y los valores que se siguen de la verdad o falsedad de las proposiciones.

Una vez que se cuenta con los datos básicos se derivan las medidas objetivas por medio de procedimientos específicos, independientes del problema en cuestión. La independencia de las consecuencias y sus valores hace que las medidas objetivas jueguen un papel muy importante en la teoría de las decisiones.

Las medidas subjetivas son derivables de la observación de selecciones.

Los teóricos de la incertidumbre han sugerido otro tipo de medidas, como es el caso de Good (1952), quien propone que hay mediciones objetivas: p.e., probabilidades objetivas, las que tienen una naturaleza "absoluta", pero cuyos valores son desconocidos con precisión y son, por lo tanto, sujetos a evaluaciones subjetivas. Este

tipo de medidas son las llamadas medidas objetivas subjetivamente derivadas.

El que la evaluación del riesgo país deba ser efectuada por medios objetivos o subjetivos dependerá de la naturaleza de estos y de su adecuación al problema. En algunos casos una combinación de probabilidades subjetivas y objetivas se puede utilizar. El aspecto puramente subjetivo es útil cuando es imposible determinar o usar el conocimiento preciso y contenido de información de, por ejemplo, un experto. Cuando el contenido de conocimiento o información es presentable formalmente, entonces las probabilidades objetivas son las más apropiadas.

2.4. El Papel del aseguramiento.

El aseguramiento o garantía de los financiamientos a los países en desarrollo se ha dado en la forma de garantías concedidas por agencias de crédito a la exportación u otros organismos gubernamentales, tales como el Eximbank de los Estados Unidos y el Overseas Private Investment Corporation (OPIC).

Las propuestas de mayor alcance para el aseguramiento oficial conciernen la creación de algunos medios oficiales para un programa más amplio de aseguramiento contra el riesgo de transferencia derivado del financiamiento al extranjero.

El aseguramiento privado del riesgo de transferencia es ya disponible. Aún más, el aseguramiento del riesgo político en general también es otorgado por las compañías de aseguramiento privado.

El efecto del aseguramiento podría parecer favorable tanto a deudores como acreedores. Para los primeros, porque que podría significar un incremento en la oferta del crédito disponible; para los segundos, la ventaja es una disminución o cobertura de su riesgo.

Sin embargo, el aseguramiento del riesgo de transferencia no está libre de problemas. El colapso del arreglo entre el Citibank y CIGNA es un ejemplo. En 1984, se hizo público que una operación de aseguramiento de riesgo de transferencia se había celebrado por el Citibank y un consorcio encabezado por CIGNA. La cobertura involucraba a todos los tipos de riesgo confrontado por el Citibank en algunos países entre los que se mencionó (sin confirmación) a México, Brasil, Argentina, Venezuela y las Fili^{pi}nas¹. Sin embargo, a principios de 1985, el acuerdo se rompió. Aparentemente la preocupación de CIGNA en relación a traspasar el problema de deuda a la industria aseguradora y las dificultades confrontadas en obtener la participación de otras compañías aseguradoras terminaron con el acuerdo².

1 New York Times, septiembre 7, 1984.

2 Wall Street Journal, febrero 4, 1985.

Otro tipo de implicación de este tipo de aseguramiento es que sus costos se absorberían en forma de sobretasas o spreads.

Asimismo, el amplio aseguramiento oficial podría más probablemente inducir al default de los países que el aseguramiento privado. La razón es que, mientras un país en default podría esperar represalias económicas de los aseguradores privados, en al menos algunos casos, los países en default podrían esperar que las instituciones oficiales de aseguramiento fueran menos drásticas debido a que las reestructuraciones o refinanciamientos acordadas por el Club de París sobre las deudas públicas han sido más flexibles que las reestructuraciones privadas, principalmente cuando lo que se va a reestructurar o refinar son los intereses de la deuda. (Véase Bergstan, Cline y Williamson, 1985).

Como consecuencia existe un problema moral importante implícito en el aseguramiento oficial. De hecho, este punto favorece al aseguramiento privado contra el oficial al menos en relación al riesgo de transferencia.

III

RELACION ENTRE DEUDORES Y ACREEDORES

La relación entre acreedores y deudores ha sido siempre el centro de la concertación del financiamiento internacional ya que las negociaciones entre ellos son esenciales en cualquier contrato de crédito.

Factores relativos a lo que une o separa agentes económicos enmarcan la negociación. El momento histórico, las oportunidades generales de inversión, las tasas de rendimiento esperadas, la competencia por mercados son sólo algunos de éstos. Otros que no deben olvidarse, y que pueden utilizarse en beneficio, o son escollos significativos, corresponden a las diferencias culturales, de idioma, de estadio de desarrollo o geográficas. Si éstos son relevantes a la interacción entre agentes privados cuando se cruzan fronteras también lo son cuando de países soberanos se trata. Particularmente cuando:

- a) los países prestatarios confrontan problemas con el pago y
- b) cuando países deudores requieren más crédito y no han liquidado ni el principal ni los intereses de deudas anteriores.

Sachs (1982) proporciona un análisis digno de estudio de las razones por las que se dieron los defaults anteriores a

1930, en comparación a los acuerdos de reestructuración posteriores al fin de la segunda guerra mundial.

Ahí argumenta que el período anterior a 1930 se caracterizó por estrategias de no-cooperación por parte de deudores y acreedores, en tanto que el período de 1945 hasta la fecha del artículo bien podría considerarse como de estrategias de cooperación entre los bancos y los grandes países en desarrollo enmarcadas dentro de un contexto de negociación sucesiva.

Con el propósito de reforzar su perspectiva, Sachs recurre a la Teoría de Juegos.

Desde esa perspectiva, el financiamiento internacional se conceptualiza como un juego de la siguiente forma: Se utiliza una matriz de resultados según la interrelación entre bancos acreedores y deudores soberanos. Para simplificar se consideran tres posibles cursos de acción para el Agente acreedor (reducir, mantener o incrementar su posición de acreedor) y dos para el deudor (restringir demanda crediticia o declarar se en default).

CUADRO VIII.

Estrategias de Acreedores y Deudores *

		Cursos de Acción (Deudor)	
		Restringir Demanda	Default
Cursos de Acción (Acreedor)	Reducir Préstamos	(2, -1)	(-2, 1)
	Mantener Préstamos	(1, 0)	(-5, 2)
	Aumentar Préstamos	(0, 2)	(-10, 3)

(a,b) indican los valores correspondientes en la matriz de juegos; a para el acreedor y b para el Deudor.

Las estrategias de cooperación y de no cooperación dentro del juego de financiamiento internacional se puede ilustrar por la matriz de resultados introducida por Sachs (Cuadro VIII). El banco acreedor tiene tres posibles estrategias: reducir, mantener o incrementar su posición de acreedor. El Deudor, en cambio, tiene dos posibles estrategias: restringir la demanda crediticia o declararse en default.

* Fuente: Sachs, J. LDC Debt in the 1980's. Risk and Reforms, NBER.

CUADRO VIII.

Estrategia del Acreedor /
Estrategia del Deudor

	Restringir Demanda	Default
Reducir Préstamos	2, -1	-2, 1
Mantener Préstamos	1, 0	-5, 2
Aumentar Préstamos	0, 2	-10, 3

Fuente: Sachs, J. LDC DEBT in the 1980s. Risk and Reform, NBER.

En la estrategia no-cooperativa, el deudor prefiere incurrir en default cualquiera que sea la estrategia que siga el acreedor y, por su parte, el acreedor demanda el pago de sus créditos sin importar que acción tome el deudor. La solución resultante - solución de no-cooperación - da como resultado la situación ocurrida en los años previos a 1930 (véase esquina superior derecha del cuadro VIII).

Sin embargo, si las dos partes cooperan, es posible lograr una situación en la que ambas partes tienen beneficios. Generalmente el FMI juega un papel de árbitro y, en base a un programa de austeridad monitoreado por el mismo FMI, conjuntamente con un esquema de reestructuración de pasivos, se puede llegar a un acuerdo entre las partes. En este acuerdo se puede lograr menos financiamiento por parte del acreedor, y a la

vez, restringir la demanda por parte del deudor. Esta situación corresponde a la de los años posteriores a la Segunda Guerra y está representada en el cuadro anterior, según Sachs, en la esquina inferior izquierda.

Seguir programas de austeridad, por otra parte, con el propósito de manejar la economía de un país de tal modo que permita la generación de las divisas necesarias para servir las obligaciones de deuda, usualmente implica la disminución de niveles de vida y, con ello, un problema originalmente económico se convierte en uno político. En consecuencia, la confrontación entre prestatarios y acreedores puede ser un curso alternativo de acción: el caso límite de la No-Cooperación.

El caso argentino ilustra los puntos antes mencionados: Un país cuya capacidad económica para servir su endeudamiento es alta dadas sus grandes reservas por exportación de granos. Sin embargo, Argentina no estaba políticamente dispuesta a cooperar con sus acreedores extranjeros en las negociaciones de reestructuración de sus pasivos de los años 1983-84. De hecho, es un ejemplo clásico de falta de voluntad política en servir la deuda externa, más que incapacidad económica para así hacerlo. Aunque Argentina no fue duramente castigada por sus acreedores extranjeros por sus actitudes desafiantes y recalcitrantes, estos rehusaron concederle los términos que buscaba en las negociaciones de reestructuración. Milivovenc

(1985) argumenta que la razón para esta respuesta fué el miedo de los acreedores de sentar un precedente que afectaría de forma inmediata las negociaciones concurrentes de Brasil y México.

A pesar del hecho de que no se ha discutido seriamente una acción por parte de un club de deudores, mucho menos intentado, el presidente José López Portillo sostuvo encuentros secretos con sus contrapartes brasileñas y argentinas en noviembre de 1982, con el propósito de discutir la probabilidad de integrar un frente multilateral de acción por parte de los países latinoamericanos para resolver la crisis de endeudamiento que todos confrontaban. Sus propuestas fueron rechazadas por el gobierno brasileño de ese entonces.

No obstante, se puede afirmar que el problema de endeudamiento de los grandes países en desarrollo ha alcanzado un punto definitivo cuyas implicaciones pueden resumirse en la siguiente pregunta:

¿Seguirán siendo las relaciones entre los países en desarrollo que son deudores y los países acreedores relaciones de cooperación o se convertirán en relaciones de confrontación?

La respuesta pudiera depender, en primer lugar, de una actitud más flexible por parte de los acreedores. El alargamiento de los vencimientos; la reducción de las tasas de in-

terés y de las comisiones asociadas pueden contribuir a aliviar la situación actual del endeudamiento internacional al disminuir la presión de la deuda sobre las aflagidas economías de los países en desarrollo. El servicio de la deuda en las condiciones que han prevalecido y en algunas que se avizoran (como posibles retracciones en el comercio internacional, sobre todo para bienes o servicios de valor agregado que potencialmente pueden exportar los países en vías de desarrollo o aún para materias primas o manufacturas; así como extensiones de políticas proteccionistas) disminuye significativamente los montos de inversión en productos de tecnología media o de vanguardia, a la par que en obras de infraestructura cuya dimensión política es inmediata.

Por parte de los deudores también se requiere flexibilidad y definiciones estratégicas.

Las acciones sucesivas por parte de deudores activos, según diversas estrategias de negociación, apuntan a subrayar este aspecto.

Entre ellas este período ha visto surgir el cambio de deuda por inversión, según swaps, la búsqueda de nuevas formas de pago y/o los cambios de vencimiento o de intereses, a más de suspensiones parciales, de carácter temporal, del servicio. Básicamente, esta última, como estrategia de negociación para consolidar mejores posiciones de un deudor con res-

**ESTA TESIS NO DEBE
SALIR DE LA BIBLIOTECA**

pecto a otros deudores de igual o semejante importancia.

El caso es que los tres grandes deudores latinoamericanos -Argentina, Brasil y México- sólo han cooperado entre sí de manera asistemática y efímeramente.

Aunque las posibles interpretaciones de la posición brasileña, por ejemplo, no son únicas, dentro del contexto de la teoría de juegos, se reflejan como no cooperativas puesto que el objetivo declarado reside en obtener "mejor trato" que el dado a México, en primer lugar, o, Argentina, en segundo, sin cumplir necesariamente con los compromisos de responsabilidad adquiridas por el deudor. Aunque, debe decirse explícitamente, sin desdeñarlos.

Estos tres países, por su importancia en los circuitos económicos, el monto de la deuda y el servicio y/o su ubicación geográfica son cruciales. Y, por ello, tienen, a la par, más restricciones con respecto a sus políticas posibles y éstas tienen mayores implicaciones que las que corresponden a países menores, como es el caso de Perú. Sin que ésto reduzca, en sus fronteras internas, la magnitud de lo que dichos países han intentado.

De cualquier forma, el problema económico de los países en desarrollo es de tipo estructural y de injusticia comercial. En ese sentido, las reestructuraciones son sólo palia

tivos que, en el mejor de los casos, funcionan como estrategias para "ganar tiempo" y posponer cuestiones referentes tanto al mal funcionamiento económico como a una incompetente evaluación en términos de ingeniería financiera, con sus honorosas excepciones, de parte de los países deudores.

En este último punto, no debe soslayarse la corresponsabilidad adquirida por el acreedor el que en varias ocasiones acordó préstamos cuya aplicación fiel era deudora. Y todo ello por razones que desbordan una práctica financiera transparente y honesta.

No obstante, cualquiera que hayan sido las razones subyacentes de estos acuerdos y las formas de operación lo central ahora es disponer de los elementos para alcanzar la muy deseada reestructuración del sistema comercial y financiero internacional.

Hasta ahora (Nov. 1987) las tres reestructuraciones de deuda en el caso mexicano han dejado a un lado el punto central del costo financiero: lo más importante no es reducir las sobretasas o bajar las comisiones, esto ayuda pero no es lo crucial ya que es de mayor relevancia el negociar la base del interés, fijándola en proporción a la capacidad de crecimiento del país en cuestión.

En otros términos, las reestructuraciones mexicanas per

mitieron que los acreedores siguiesen beneficiándose del cobro de los intereses de sus créditos que han cubierto, a la fecha de este trabajo, más del 100% de la deuda total registrada en 1982.

Por otra parte, y ésto hay que señalarlo en descargo, las reestructuraciones de este período permitieron al Estado Mexicano, y en particular a su gobierno, un alivio financiero durante el sexenio que finaliza en 1988. Este alivio, como se observó, fué de carácter intermitente. No fué, como algún crítico europeo dijera, Budd (1986), sólo una estrategia para "comprar tiempo", puesto que permitió establecer líneas de negociación que abrieron "ventanas de oportunidad" para México y para los otros grandes deudores recibiendo un trato, en lo general, más favorable. No obstante el problema seguirá existiendo y no se resolverá en tanto los criterios de solución al endeudamiento externo no contemplen los enormes déficits internos y sus implicaciones financieras y sus consecuencias económicas, tecnológicas y sociales.

IV

CONCLUSION

El riesgo-país es un riesgo comercial que se hizo evidente en el momento en que el financiamiento internacional y las inversiones extranjeras cambiaron su ritmo de desarrollo en forma substancial después de la Segunda Guerra Mundial. Este desarrollo se dió no sólo en forma cuantitativa sino también geográfica mientras más y más países ganaron su soberanía en el proceso de descolonización. El riesgo-país tiene su origen en el comportamiento económico de un país soberano, el cual puede afectar la relación entre acreedores y prestatarios de los diferentes países y a los inversionistas y a sus inversiones, de forma tal que esté fuera de su control particular.

Como se ha mencionado, el riesgo-país tiene un componente legal o jurídico, uno político y uno económico, principalmente. Estos componentes deben analizarse con el propósito de obtener una evaluación del riesgo-país, el cual juega desde ese entonces un papel decisivo en el financiamiento internacional; bajo las presentes circunstancias de crisis financiera, es esencial determinar la capacidad crediticia de los países prestatarios antes de considerar menos financiamiento o negociaciones de reestructura.

Por esa razón, la evaluación del riesgo-país puede contribuir al manejo cauteloso de la actual situación de endeudamiento internacional.

Se encuentra disponible una gran variedad de métodos analíticos y técnicos que nos permiten evaluar el riesgo-país, así como examinar la evolución de la relación deudor-acreedor.

Toda acción que pueda conducir a aliviar la presente escasez de recursos financieros en los países en desarrollo y, a la vez, reducir el riesgo implícito en el financiamiento internacional debiera ponerse en operación.

Sin embargo, debemos recordar que la continuación de relaciones de cooperación entre los acreedores y los deudores sólo pueden ser garantizados por una actitud más flexible de ambas partes, ya que siempre estará latente la posibilidad de una confrontación aún más drástica. Confrontación que repercutirá en la Economía Internacional afectando, aunque en distinto grado y forma, a todas las entidades involucradas.

Desde el punto de vista del acreedor la importancia del riesgo-país es manifiesta y transparente. Para el deudor, también, le es crucial conocer los criterios que subyacen en la determinación del acreedor para que se le conceda o

no un crédito, préstamo, ampliación del período de pago, reducción del servicio, disminución del interés y/o cancelación de adeudos, a más de la reestructuraciones financieras convenientes.

Este trabajo pretende llenar un hueco que existe en nuestros países en vías de desarrollo con el fin de que los estudios nacionales tengan a la mano información que es propia de la capacitación de los estudiantes de economía y finanzas en los países industrializados de Occidente.

Hará falta extenderlo en tres líneas principales: (1) Riesgo-país o Riesgo-inversión desde el punto de vista de selección potencial de inversionistas o prestatarios para el caso de un deudor, (2) búsqueda de criterios de compatibilidad para acuerdos internacionales de préstamo y/o inversión y (3) modelos de Negociación en marcos de Cooperación - Conflicto a través de extensiones de la Teoría de Juegos. A su desarrollo y publicación me avocaré en los años próximos.

Enrique Román Enriquez

Noviembre, 1987.

REFERENCIAS

- Bergsten, C. F., Cline W. R. and Williamson, J. (1985) Bank Lending to Developing Countries: The policy alternatives. Policy Analyses in International Economics. Num. 10. Institute for International Economics. Washington, DC, EEUU.
- Burton. F. N. and Inoue. H. (1983) 'Country risk evaluation methods: a survey of systems in use'. The Banker, Inglaterra.
- Budd, A. (1986). Major debtors and repayment policies. Conferencia LSE, Inglaterra, (mimeo).
- Carter, C.F., Meredith. G.P. and G.L.S. (1957) Uncertainty and Business Decisions. Liverpool University Press, Inglaterra.
- Cline. W.R. (1984) International Debt: Systemic Risk and Policy Response. Institute for International Economics. Washington, DC, EEUU.
- Dale, R.S. (1983) 'Country risk and bank regulation'. The Banker, Inglaterra.
- Dalkey. N.C. and Helmer. O. (1951) 'The Use of Experts for the Estimation of Bombing Requirements - A project Delphi Experiment'. RM-727-PR, The Rand Corporation, California, EEUU.

Davis. S.J. (1980) The Eurobank. Londres, Inglaterra.

Feder. G. and Just. R.E. (1977) 'A Study of Debt Servicing Capacity Applying Logist Analysis'. Journal of Development Economics, Londres, Inglaterra.

Fisk. C. and Rimlinger. F. (1979) 'Non-parametric Estimates of LDC Repayment Prospects'. Journal of Finance. Vol. 34, No. 2.

Good. I. (1952) 'Rational Decisions'. J.R.S.S.(B). Vol. 14, Londres, Inglaterra.

Janssen. J., Marcotorchino. J-F, and Proth. J-M. (1983) New Trends in Data Analysis and Applications. Nort-Holland. Amsterdam, Holanda.

Keeney. R. L. and Raiffa. H. (1976) Decisions with Multiple Objectives: Preferences and Value Tradeoffs. John Willey & Sons. Nueva York, EEUU.

Kettell. B. and Magnus. G. (1986). The international Debt Game. Graham & Trotman. Londres, Inglaterra.

Keynes. J. M. (1936) The General Theory of Employment. Interest and Money. Cambridge University Press, Inglaterra.

Knight. F. H. (1957) Risk. Uncertainty and Profit. The London School of Economics and Political Science. No. 16 in Series of Reprints of Scarce Tracts in Economic and Political Science. Eight reimpression. Londres, Inglaterra.

Krayenbuehl. T. E. (1985) Country Risk: Assessment and Monitoring. Whoodhead-Faulkner. Cambridge, Inglaterra.

Lomax. D. (1983) 'Sovereign risk analysis now'. The Banker, Londres, Inglaterra.

Milivojevic. M. (1985). The Debt Rescheduling Process. Frances Pinter (Publishers) Limited. Londres, Inglaterra.

Mintz. I. (1951) Deterioration in the Quality of Foreign Bonds Issued in the United States. 1920-30, Nueva York, EEUU.

Nagy, P. J. (1984) Country Risk: How to Assess. Quantify and Monitor it. Euromoney Publications. revised edition. Londres, Inglaterra.

Robinson, J. N. (1981) 'Is it possible to assess country risk?'. The Banker, Inglaterra.

Sachs. J. (1982) LDC Debt in the 1980s' Risk and Reforms, NBER. Working Paper. No. 861, Londres, Inglaterra.

Schackle. G.L.S. (1955) Uncertainty in Economics and Other Reflections. Cambridge at the University Press, Inglaterra.

Sofia. A.Z. (1979) 'How to rationalize country risk ratios'. Euromoney, Inglaterra.

White. D.H. (1969) Decision Theory. George Allen & Unwin Limited Londres, Inglaterra.