

# INTRODUCCIÓN AL RIESGO-PAÍS

2008

Silvia Iranzo

**Documentos Ocasionales**  
**N.º 0802**

BANCO DE **ESPAÑA**  
Eurosistema



## INTRODUCCIÓN AL RIESGO-PAÍS

# INTRODUCCIÓN AL RIESGO-PAÍS (\*)

Silvia Iranzo (\*\*)

BANCO DE ESPAÑA

(\*) Este trabajo fue publicado inicialmente como documento de la serie Documentos de Trabajo de CUNEF (Colegio Universitario de Estudios Financieros).

(\*\*) La autora agradece la colaboración y los comentarios a este trabajo de M.ª del Carmen Carrasco, Carlos Pérez de Eulate e Isabel Herrero, del Servicio de Riesgo-País del Banco de España, así como los de Juan Badosa y Beatriz Reguero, de CESCE.

La serie de Documentos Ocasionales tiene como objetivo la difusión de trabajos realizados en el Banco de España, en el ámbito de sus competencias, que se consideran de interés general.

Las opiniones y análisis que aparecen en la serie de Documentos Ocasionales son responsabilidad de los autores y, por tanto, no necesariamente coinciden con los del Banco de España o los del Eurosistema.

El Banco de España difunde sus informes más importantes y la mayoría de sus publicaciones a través de la red Internet en la dirección <http://www.bde.es>.

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

© BANCO DE ESPAÑA, Madrid, 2008

ISSN: 1696-2222 (edición impresa)

ISSN: 1696-2230 (edición electrónica)

Depósito legal: M.23210-2008

Unidad de Publicaciones, Banco de España

## **Resumen**

Desde la crisis de la deuda latinoamericana de los primeros años 80, el análisis del riesgo-país ha ocupado un lugar destacado en los departamentos de estudios y de gestión de riesgos de los bancos, compañías de seguros, agencias de *rating*, reguladores del sistema financiero, y muchas empresas multinacionales.

El riesgo-país es un concepto muy amplio, que incluye tanto el riesgo soberano como el de transferencia, así como otros riesgos derivados de la actividad financiera internacional. Su análisis requiere el estudio de múltiples áreas, como la economía, las finanzas, la política y la historia. En este trabajo, se abordan aspectos tales como el concepto de riesgo-país, los agentes involucrados, los métodos de evaluación del riesgo-país, las crisis de pagos, la prevención de los riesgos, la valoración actual del riesgo-país en el mundo y la regulación del riesgo-país.

**Códigos JEL:** E44, E66, G12, G32, F32, F33.

**Palabras clave:** riesgo-país, crisis de pagos, impago de la deuda, solvencia, provisiones.

## ÍNDICE

1. Introducción	11
2. Concepto	12
2.1 Según la normativa española de entidades de crédito	12
2.2 Otras definiciones	13
3. Agentes involucrados	15
3.1 Deudores	15
3.2 Acreedores	15
3.2.1 Entidades privadas	15
3.2.2. Acreedores oficiales bilaterales	16
3.2.3 Acreedores oficiales multilaterales	18
3.3 Otros agentes	20
4. Análisis y evaluación del riesgo-país	21
4.1 Fuentes de información	21
4.2 Modelos utilizados	22
4.3 Campos analizados	24
5. Las crisis de pagos y el riesgo-país	33
5.1 Causas de las crisis de pagos	33
5.2 Algunos ejemplos de crisis	34
5.3 Las soluciones de las crisis	36
5.3.1 El Fondo Monetario Internacional	36
5.3.2 El Club de París	37
5.3.3 El Club de Londres	39
5.3.4 Soluciones judiciales	39
5.3.5 Las autosoluciones	40
6. La prevención del riesgo-país	41
6.1 Los deudores	41
6.1.1 Control de la inflación	41
6.1.2 Limitación del endeudamiento externo	41
6.1.3 Mejora del perfil de la deuda externa	43
6.1.4 Mantenimiento de un nivel adecuado de reservas exteriores	43
6.1.5 Mejora de la cultura de pago de la deuda externa	46
6.1.6 Liberalización gradual de la cuenta de capitales a corto plazo	46
6.1.7 Supervisión adecuada de la solvencia del sector bancario	47
6.1.8 Colaboración con las IFIs para una pronta salida de las crisis	47
6.1.9 Diversificación de las exportaciones	48
6.1.10 Promoción de la inversión extranjera directa	48
6.2 Los acreedores	48
6.2.1 Análisis del riesgo	48
6.2.2 Utilización de técnicas de reducción o eliminación de riesgos	49
6.2.3 Aumento de la colaboración entre deudores y acreedores	49
7. Valoración del riesgo-país en el mundo actual	51
7.1 Panorama global	51
7.1.1 Las condiciones económicas globales y el riesgo-país	51
7.1.2 Los riesgos existentes a corto y medio plazo	56
7.2 Análisis por regiones y países	58
7.2.1 Latinoamérica	58
7.2.2 Asia emergente	61
7.2.3 África	62
7.2.4 CIS y Turquía	66
7.2.5 Oriente Próximo	68
7.2.6 Países desarrollados	70
7.2.7 Resumen de las clasificaciones regionales de riesgo	72
8. La regulación del riesgo-país de las entidades de crédito	73
8.1 La regulación del riesgo-país en España	73
8.1.1 Definición y clasificación de riesgos	73
8.1.2 Cobertura del riesgo-país	75
8.2 La regulación del riesgo-país en la Unión Europea y Estados Unidos	76
9. Conclusiones: pasado y futuro del riesgo-país	77
ANEXO 1: Clasificación de riesgo-país de la OCDE	81
ANEXO 2: <i>Ratings</i> soberanos a largo plazo en moneda extranjera	86

**TABLAS:**

Tabla 1. Financiación del FMI a sus países miembros 1997-2007	19
Tabla 2. Principales países deudores del FMI a 31 julio 2007	19
Tabla 3. EMBI + por países y regiones, 2003-2007	27
Tabla 4. <i>Spreads</i> de CDS a 5 años, 2004-2007	28
Tabla 5. Equivalencias de los <i>rating</i> soberanos a largo plazo	30
Tabla 6. Variables relevantes para el estudio del riesgo-país	32
Tabla 7. Ratios de reservas exteriores de algunos países emergentes, 2005	45
Tabla 8. Principales SWFs a 31 de diciembre de 2006	46
Tabla 9. Evolución del comercio, precios materias primas, inflación y tipos interés	51
Tabla 10. Previsiones de crecimiento económico mundial (en % anual)	52
Tabla 11. Algunos indicadores de riesgo-país de mercados en desarrollo y emergentes	53
Tabla 12. Latinoamérica: PIB, inflación y saldo por cuenta corriente	59
Tabla 13. Latinoamérica: Clasificación de riesgo-país de la OCDE. Noviembre 2007	60
Tabla 14. Asia emergente: PIB, inflación y saldo por cuenta corriente	61
Tabla 15. Asia emergente: Clasificación de riesgo-país de la OCDE. Noviembre 2007	62
Tabla 16. África: PIB, inflación y saldo por cuenta corriente	63
Tabla 17. África: Clasificación de riesgo-país de la OCDE. Noviembre 2007	64
Tabla 18. CIS y Turquía: PIB, inflación y saldo por cuenta corriente	67
Tabla 19. CIS y Turquía: Clasificación de riesgo-país de la OCDE. Noviembre 2007	68
Tabla 20. Oriente Próximo: PIB, inflación y saldo por cuenta corriente	69
Tabla 21. Oriente Próximo: Clasificación de riesgo-país de la OCDE. Noviembre 2007	69
Tabla 22. Países desarrollados: PIB, inflación y desempleo	70
Tabla 23. Países desarrollados: Clasificación de riesgo-país de la OCDE. Noviembre 2007	71
Tabla 24. Medianas regionales de la calificación de riesgo-país de la OCDE	72
Tabla 25. Evolución de las clasificaciones de riesgo-país de la OCDE. 1999-2007	78
Tabla 26. Evolución de los <i>ratings</i> soberanos de Moody's. Standard&Poor's y Fitch	79

## 1 Introducción

El análisis del riesgo-país constituye un componente muy destacado de los departamentos de estudios y de gestión de riesgos de los bancos, compañías de seguros, agencias de *rating* y reguladores del sistema financiero. También ofrece un gran interés para muchas compañías multinacionales.

El concepto de riesgo-país comenzó a acuñarse con el resurgimiento de la actividad bancaria internacional a gran escala en los años 50 y se introdujo con fuerza en el mundo financiero a partir de la crisis de la deuda latinoamericana de principios de la década de 1980.

Hasta comienzos de los años 70, la mayoría de países en desarrollo sólo podían obtener financiación exterior de fuentes oficiales, bilaterales o multilaterales, por lo general de carácter concesional y asociada a proyectos específicos. A partir de entonces la banca comercial comenzó a suministrar a estos países flujos crecientes de fondos, como respuesta tanto a la demanda de fondos por el encarecimiento de los precios del petróleo a partir de 1973 como a la oferta de fondos (petrodólares) por parte de los países exportadores de petróleo con excedentes de capitales para invertir. Cuando se produjo el segundo *shock* petrolífero en 1979, muchos países que se habían endeudado fuertemente durante la década se enfrentaron a dificultades de pagos, culminando con la suspensión de pagos de México en agosto de 1982. Las crisis de pagos de la década de los 80 hicieron aumentar la preocupación de las autoridades supervisoras por los riesgos internacionales de la banca, sobre todo en Estados Unidos, donde se produjeron quiebras bancarias muy sonadas por las pérdidas derivadas del impago de los préstamos efectuados a los países latinoamericanos.

A partir de ese momento, el concepto de riesgo-país fue cobrando una relevancia grande dando lugar a metodologías de análisis y normativas propias, tal como se verá en los próximos apartados.

En este trabajo, se tratarán, por este orden, el concepto de riesgo-país, los agentes involucrados, los métodos de evaluación del riesgo-país, las crisis de pagos, la prevención de los riesgos, la valoración actual del riesgo-país en el mundo y la regulación del riesgo-país.



## 2 Concepto

### 2.1 Según la normativa española de entidades de crédito

El riesgo-país es un concepto muy amplio, cuyo análisis requiere el estudio de aspectos económicos, financieros, políticos, históricos y sociológicos. En general, el riesgo-país es la probabilidad de que se produzca una pérdida financiera por circunstancias macroeconómicas, políticas o sociales, o por desastres naturales, en un país determinado. De acuerdo con la normativa española de las entidades de crédito<sup>1</sup>, el riesgo-país es el riesgo de crédito (riesgo de impago) que concurre en los clientes residentes en un determinado país por circunstancias distintas del riesgo comercial habitual. El riesgo-país comprende el riesgo de impago de la deuda externa soberana (riesgo soberano), y de la deuda externa privada cuando el riesgo de crédito se debe a circunstancias ajenas a la situación de solvencia o liquidez del deudor privado. El riesgo de impago por insolvencia del deudor privado se denomina riesgo comercial o riesgo de insolvencia del cliente.

Por deuda externa se entiende cualquier instrumento de deuda (préstamos o bonos) o riesgo contingente (avales, garantías, fianzas o líneas de crédito por la parte no girada) contraído por los residentes de un país (deudor o emisor) con los residentes del resto del mundo (acreedores o inversores). No se considera deuda externa la participación extranjera en el capital de las compañías situadas en el país emisor (*equity*), tenga dicha participación la consideración de inversión extranjera directa o de cartera.

El “riesgo soberano” es el riesgo de impago de la deuda de los estados, o de entidades garantizadas por ellos. El impago de la deuda soberana puede producirse por la falta de ingresos públicos, por la carencia o insuficiencia de divisas, o porque el gobierno carezca de voluntad de pago por factores políticos de diversa índole.

En cuanto a la deuda no soberana o privada, el impago por circunstancias ajenas a la situación de solvencia o liquidez del deudor puede deberse, en primer lugar, al denominado “riesgo de transferencia”, que concurre cuando existe carencia o insuficiencia de la divisa (o divisas) en que está denominada la deuda externa. El riesgo de transferencia puede aparecer como consecuencia de un grave desequilibrio de la balanza de pagos (por ejemplo por un excesivo nivel de endeudamiento externo), o por un *shock* de confianza que haya dado lugar a una salida masiva de capitales. El impago de la deuda externa privada también puede producirse por la concurrencia de otros riesgos, como las crisis de balanza de pagos, las devaluaciones significativas de la paridad de la moneda que puedan generar una situación de insolvencia, las guerras, revoluciones, catástrofes naturales, expropiaciones y nacionalizaciones dictadas por las autoridades extranjeras, y la falta de cumplimiento de los compromisos y contratos, tanto por parte del gobierno del país deudor como del acreedor. Estas circunstancias pueden conducir a impagos de la deuda exterior, por la desaparición de las instituciones, la necesidad de reservar las divisas existentes para satisfacer necesidades más acuciantes que el pago de la deuda, o la quiebra de las empresas por el encarecimiento excesivo de la deuda externa en moneda nacional por una devaluación muy significativa del tipo de cambio o por la falta de cumplimiento de los contratos.

---

1. Circular 4/2004, de 22 de diciembre, a entidades de crédito, sobre normas de información financiera pública y reservada y modelos de estados financieros (BOE 30 diciembre 2004).

Los diferentes riesgos englobados dentro del concepto de riesgo-país no son categorías estancas sino que están íntimamente relacionados, e incluso solapados. Por ejemplo, el riesgo de transferencia por carencia de divisas afecta tanto a la deuda privada como a la soberana, y las guerras y conflictos políticos pueden dar lugar a devaluaciones significativas que generen un aumento del riesgo de transferencia, afectando al pago de la deuda privada o soberana.

Por otro lado, el riesgo-país y el riesgo comercial no son siempre perfectamente distinguibles. Piénsese, por ejemplo, en una empresa privada de un país en desarrollo, con un nivel aceptable de endeudamiento externo y con un negocio dependiente de la importación de materias primas, sin problemas de liquidez o solvencia. Si tiene lugar una devaluación, la empresa puede devenir insolvente y tener que suspender el pago de su deuda externa. En este caso concurren tanto el riesgo-país como el de insolvencia del cliente y será preciso dilucidar cuál de los dos riesgos domina sobre el otro. En cambio, el impago de la deuda externa por parte de una empresa privada como consecuencia de la promulgación de una nueva legislación de control de cambios que prohíba dicho pago constituirá claramente un supuesto de impago por riesgo-país.

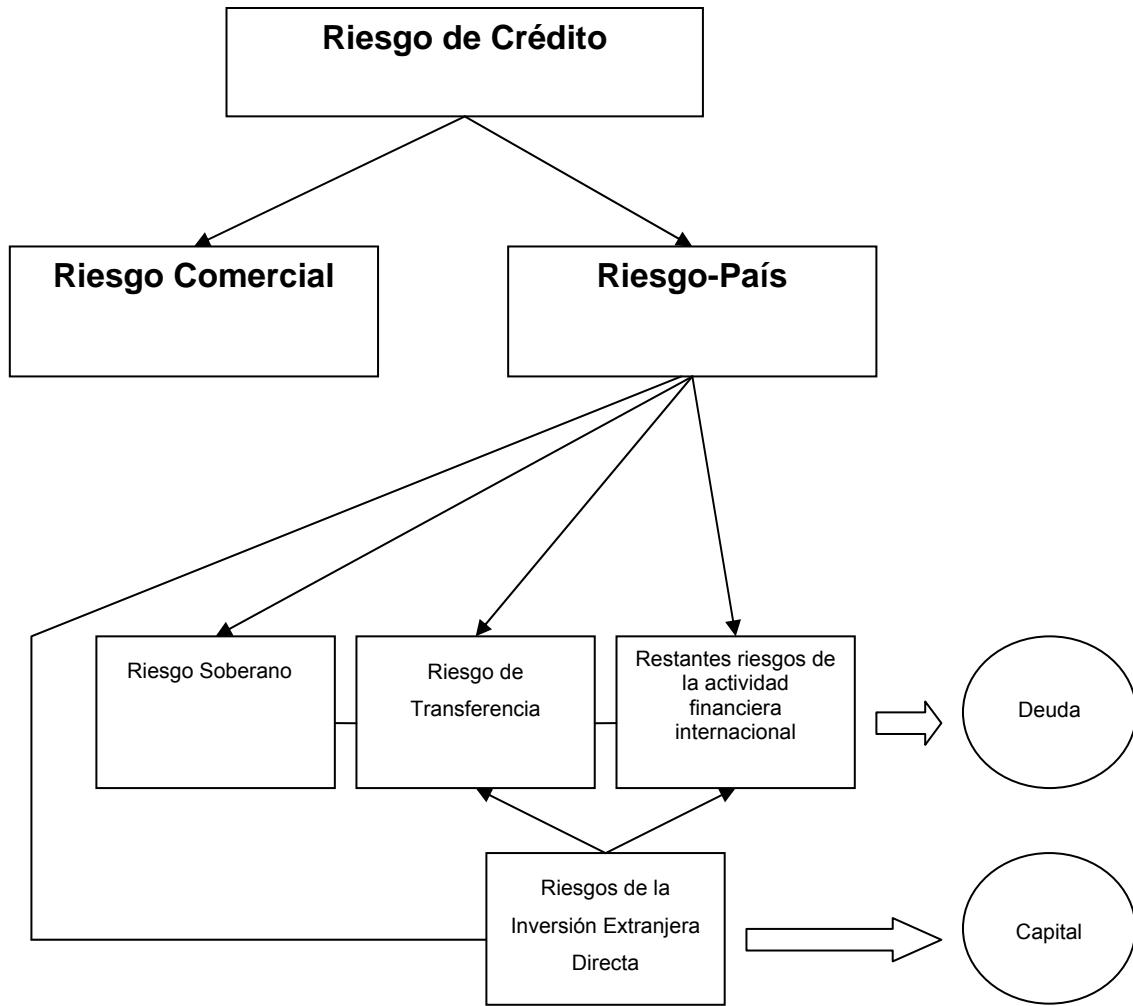
Teniendo en cuenta los tipos de riesgos incluidos en la definición de riesgo-país, el estudio de esta categoría de riesgo crediticio suele circunscribirse a los países en desarrollo o emergentes, que son los que presentan en mayor medida riesgos del tipo descrito para los inversores o acreedores.

## **2.2 Otras definiciones**

En ocasiones, se incluye como una subcategoría adicional del riesgo-país el riesgo asociado a la inversión extranjera directa, que comprende el riesgo de transferencia en el pago de los dividendos y el producto de la liquidación de las inversiones, el riesgo de confiscación, expropiación y nacionalización de las inversiones extranjeras, el riesgo de incumplimiento de los contratos y el riesgo de guerras, violencia política y catástrofes naturales. Estos riesgos ya están de alguna forma contemplados en la definición de riesgo país del anterior apartado. Cuando un país tiene un elevado nivel de riesgo-país para los instrumentos de deuda, lo tiene también como es lógico para la inversión extranjera directa, y viceversa.

Otro concepto al uso en el campo del riesgo-país es el de “riesgo político”. En rigor, el riesgo político, que sería el derivado de acciones o decisiones políticas concretas, es una de tantas clases de riesgo incluidas en el concepto más general de riesgo-país. Sin embargo, en ocasiones algunas entidades, utilizan el concepto “riesgo político” como sinónimo de riesgo-país, al que oponen el de “riesgo comercial”, equivalente al riesgo de insolvencia del cliente.

El esquema siguiente puede ayudar a clarificar el concepto de riesgo-país:



### 3 Agentes involucrados

#### 3.1 Deudores

Los deudores pueden ser soberanos (o privados con garantía soberana) de carácter estatal o paraestatal (gobiernos locales), o privados, normalmente bancos o empresas de tamaño medio a grande, que obtienen financiación para sus operaciones comerciales o generales, mediante préstamos o emisión de bonos en los mercados internacionales.

A pesar de que cualquier país del mundo puede ser deudor y objeto de valoración a efectos de riesgo-país, los analistas de riesgo-país suelen concentrarse en los países que se encuentran en una fase de cierto despegue económico, pues ello implica la capacidad de generar negocio comercial y financiero con otros países y de alcanzar un mínimo umbral de solvencia, como para obtener de las compañías de seguro de crédito la cobertura de los riesgos políticos. Ejemplos de estos países son Brasil, Colombia, Kazajstán, Ucrania, India, Tailandia, Vietnam, Argelia, Marruecos, Angola o Nigeria. A estos países se les suele denominar "emergentes"<sup>2</sup>.

Los flujos totales de capital hacia los países emergentes han aumentado de forma sostenida en los últimos años, hasta alcanzar la cifra de 716.400 millones de dólares USA<sup>3</sup> en 2005<sup>4</sup>. Muchos países emergentes han pasado a ser exportadores netos de capital, que se ha dirigido por lo general a la financiación de los países desarrollados. Entre los países emergentes exportadores de capital durante 2006, se puede citar a China (primer exportador neto mundial de capital, con el 13,5% del total), Rusia (8,8%), Argelia (2,3%) y Venezuela (2,1%). En el polo opuesto (importadores netos de capital), se encuentran Estados Unidos (primer importador neto mundial de capital, con el 63,7% del total), España (segundo importador neto mundial de capital, con el 7,4%) y, entre los países emergentes, Turquía (1,9%).

A pesar del sensible aumento de la financiación dirigida a los países emergentes, la cifra queda empujada por el volumen de capitales exteriores dirigidos a los países desarrollados, que se elevó a 3,6 billones de dólares en 2004, más de seis veces la cifra destinada a los países emergentes<sup>5</sup>.

#### 3.2 Acreedores

##### 3.2.1 ENTIDADES PRIVADAS

El primer agente a considerar en las operaciones con riesgo-país es el acreedor o inversor, principalmente bancos comerciales, bancos de inversión, inversores institucionales (fondos de inversión, fondos de pensiones, compañías de seguros) y *hedge funds*, aunque empresas e individuos particulares también participan directamente en el mercado.

---

2. Por país emergente se entiende un país que todavía no puede considerarse desarrollado pero que tampoco pertenece a la categoría de país en desarrollo por haber iniciado ya su despegue económico. Ejemplos de país emergente son los denominados BRICs (Brasil, Rusia, India y China). En general, estarían incluidos en la categoría de países emergentes buena parte de los países del Sudeste Asiático, los países del Europa del Este, algunos países de África y Latinoamérica. El científico político Ian Bremmer ha definido a los países emergentes como "aquéllos en los que la política le importa a los mercados al menos tanto como la economía".

3. En el resto del informe, por dólar debe entenderse dólar USA.

4. Véase Global Financial Stability Report, IMF. April 2007.

5. *Ibidem*.

La financiación proporcionada por los bancos constituye el objeto de atención de las autoridades supervisoras, que deben vigilar que los riesgos internacionales de las entidades de crédito no pongan en peligro la solvencia y estabilidad del sistema financiero. Los bancos con un importante volumen de negocio internacional cuentan normalmente con departamentos especializados en el estudio del riesgo-país.

### 3.2.2 ACREEDORES OFICIALES BILATERALES

Una segunda gran categoría de acreedores son los estados o gobiernos de los países, que otorgan bilateralmente financiación de balanza de pagos y financiación a la exportación a los países emergentes y en desarrollo. La financiación bilateral de balanza de pagos se produce normalmente en el marco de relaciones o acuerdos políticos entre países “amigos”. Esta financiación no siempre sale a la luz pública. Ejemplos de estos flujos financieros son los préstamos de rescate de la Federal Reserve (FED) norteamericana a México durante la crisis de 1922 por importe de 700 millones de dólares, el préstamo de 343 millones de dólares de Estados Unidos a Rusia durante la crisis de este país en 1998<sup>6</sup>, o el préstamo de balanza de pagos de 1.000 millones de euros (del que se desembolsaron 835 millones de euros) del Estado español a Argentina en 2001.

En cuanto a los créditos a la exportación, el Acuerdo (o Consenso) de la OCDE sobre Créditos a la Exportación con Apoyo Oficial regula los créditos otorgados por los países miembros del Acuerdo (Estados Unidos, Australia, Canadá, la Unión Europea, Japón, Corea del Sur, Nueva Zelanda, Noruega y Suiza). Estos créditos pueden ser de tipo concesional (en condiciones más favorables que el mercado) o en condiciones de mercado. Según el Acuerdo, los créditos concesionales pueden otorgarse a países con renta per cápita no superior a los 3.595 dólares (2006). Entre 1995 y 2005, los países miembros del Acuerdo concedieron créditos a la exportación (concesionales y no concesionales) por un importe superior a los 130.000 millones de Derechos Especiales de Giro (DEGs), equivalentes a unos 228.674 millones de dólares.

Las agencias de seguro de crédito a la exportación (*Export Credit Agencies – ECAs*) conforman una categoría cualificada de acreedor en la financiación a los países emergentes, pues sin su intervención, asegurando la financiación bancaria a medio y largo plazo de las operaciones de exportación, muchos países emergentes tendrían notables dificultades para la adquisición de bienes de importación, sobre todo bienes de capital, necesarios para alimentar su desarrollo económico. Las ECAs son entidades que actúan como agentes financieros de los gobiernos, proporcionando financiación y seguro de crédito en aquellas operaciones en las que el sector privado no desea participar por el elevado riesgo incurrido. Por ello, estas agencias están generalmente controladas por los gobiernos, si bien muchas de ellas han sido privatizadas en años recientes, conservando en algunos casos la gestión de las operaciones de mayor riesgo, y transfiriendo éste, en cuanto a su resultado financiero, al Estado correspondiente. Según estimaciones del FMI, las ECAs son responsables de más del 20% de la deuda total de los países emergentes y en desarrollo, y de más del 35% de la deuda frente a los acreedores oficiales bilaterales. Además, la deuda de estos países con las ECAs es superior a la que aquéllos mantienen con los acreedores multilaterales, incluyendo el FMI y el Banco Mundial.

---

6. El pasado 24 de octubre de 2007, Rusia anunció el prepago de los vencimientos pendientes de este préstamo, destinado inicialmente a la financiación del sector agrícola. El préstamo vencía en 2020, y el gobierno ruso decidió proceder a su reembolso por razones políticas. En palabras del viceministro de Finanzas Sergei Storchak, “era incómodo mantener en nuestra cartera de deuda un préstamo recibido en los momentos más bajos del declive nacional”.

A continuación se citan algunas de las ECAs más activas:

- ⇒ Office National du Ducreoire (ONDD), de Bélgica.
- ⇒ Export Development Canada (EDC), de Canadá.
- ⇒ Compagnie Française d'Assurance pour le Commerce Extérieur (Coface), de Francia.
- ⇒ Euler Hermes, de Alemania.
- ⇒ Sezione Speciale per l'Assicurazione del Credito all'Esportazione (SACE), de Italia.
- ⇒ Atradius, de Países Bajos
- ⇒ Compañía Española de Seguros de Crédito a la Exportación (CESCE), de España.
- ⇒ Export Credits Guarantee Department (ECGD), de Reino Unido.
- ⇒ Export-Import Bank of the United States (Ex-Im Bank), de Estados Unidos.
- ⇒ Sinosure y Eximbank, ambas de China.

Las ECAs pueden ser acreedoras de flujos financieros a países emergentes de manera directa, por la financiación de préstamos en el caso de las ECAs que operan en ese segmento, o indirecta, cuando por efecto de la ejecución de seguros de crédito otorgados a las entidades financieras se convierten en acreedores por la parte asegurada<sup>7</sup>.

Las ECAs son menos activas en los países que han registrado un progreso económico apreciable, ya que su nivel de riesgo-país ya no merece la contratación de un seguro. En el otro extremo, los países que aún no han iniciado la senda del progreso o que han empeorado sustancialmente su situación económica y política tampoco suscitan el interés de las ECAs, al no reunir los requisitos mínimos de solvencia.

En el caso de España, CESCE<sup>8</sup> ofrece cobertura no solamente frente al riesgo de instrumentos de deuda y riesgos contingentes sino también frente a los riesgos de las inversiones españolas directas en el exterior. Esta compañía mantenía a 31 de diciembre de 2006 riesgos en vigor a medio y largo plazo por importe de 10.268 millones de euros. Las sumas impagadas, incluyendo las correspondientes a acuerdos de refinanciación, ascendían a 1.497 millones de euros, correspondiendo la mayor parte a Cuba y Argentina. La cartera se componía fundamentalmente de 40 países que suponían algo más del 94% del riesgo. Por encima del 8% de la cartera se encontraban tres destinos: México (14%), Cuba (9,8%) y Brasil (8,4%). Otros países en los que CESCE mantenía niveles apreciables de riesgo eran

---

**7.** El seguro no suele alcanzar el 100% del crédito para evitar el "riesgo moral" (*moral hazard*), que tiene lugar cuando una persona o entidad varía su conducta por el hecho de estar asegurada.

**8.** CESCE (Compañía Española de Seguro de Crédito a la Exportación) se creó en 1971 para gestionar el seguro de crédito a la exportación por cuenta del Estado (cobertura de riesgos políticos), dentro de la política comercial de fomento de la exportación. El Estado español ostenta el 50,25% del capital, estando repartido el resto entre las principales entidades financieras y aseguradoras españolas.

Las normas que regulan su actividad son las siguientes: Ley 10/1970, de 4 de julio, por la que se modifica el régimen del Seguro de Crédito a la Exportación (BOE 7 julio 1970); Decreto 3138/1971, de 22 de diciembre, por el que se regula el Seguro de Crédito a la Exportación (BOE 23 diciembre 1971); Orden de 12 de febrero de 1998 sobre cobertura por cuenta del Estado de riesgos derivados del comercio exterior e internacional (BOE 21 febrero 1998); Real Decreto 1327/1999, de 31 de julio, por el que se regulan determinados aspectos del seguro de crédito a la exportación por cuenta del Estado en operaciones de medio y largo plazo (BOE 3 septiembre 1999); y Orden ECO/180/2003, de 22 de enero, sobre cobertura por cuenta del Estado de riesgos derivados del comercio exterior de las inversiones exteriores y de las transacciones económicas con el exterior (BOE 7 febrero 2003).

Desde 1990, año en que se liberalizó el mercado del seguro, CESCE se ha convertido en un activo partícipe en el mercado libre de seguro de crédito a la exportación por cuenta propia (riesgos comerciales) y en el seguro de crédito interior, que actualmente en CESCE ha dejado atrás en importancia cuantitativa al seguro de crédito a la exportación en la operativa de la compañía.

Turquía (6,7%), China (4,9%), Egipto (4,8%), Rusia (4,5%), Venezuela (2,5%) y Argentina (2,3%). El sector de transportes acaparaba el grueso de la contratación, con un 56% del total, seguido del petroquímico (20%)<sup>9</sup>.

La Unión de Berna, principal asociación que agrupa a las aseguradoras de créditos a la exportación e inversiones, ha publicado en un informe reciente que el capital comprometido por sus miembros alcanzó los 113.000 millones de dólares en 2006. Según algunas fuentes privadas, los países que centraban la cobertura de los riesgos eran a finales de ese año, y por este orden, Afganistán, Guinea Ecuatorial, Tayikistán, Siria, Iraq, Colombia, Angola, y Venezuela. Con niveles significativos de cobertura también se encontraban Vietnam, Panamá y Ucrania. Los riesgos cubiertos en mayor medida eran la violencia política (guerra, insurrección), la nacionalización y expropiación de activos y el riesgo de transferencia.

En tiempos recientes, algunas compañías privadas de seguros se han adentrado en el negocio de la cobertura del riesgo-país, haciendo aumentar la competencia en el sector. En 2006 las aseguradoras privadas ya representaban la mitad del mercado, a pesar de no operar en los segmentos de mayor plazo. Sin embargo estas entidades se encuentran en inferioridad de condiciones respecto a las públicas a la hora de negociar con gobiernos extranjeros el recobro de las deudas, pues no siempre cuentan con el apoyo de sus gobiernos respectivos en dichas negociaciones.

### 3.2.3 ACREEDORES OFICIALES MULTILATERALES

En tercer lugar, se debe hacer mención de las Instituciones Financieras Internacionales (IFIs), como acreedoras de países con niveles apreciables de riesgo-país. Entre estas instituciones, se debe citar ante todo al Fondo Monetario Internacional (FMI).

El FMI es una organización internacional que agrupa a 185 países. Se creó en 1944, y, junto al Banco Mundial, constituyó durante muchos años un pilar fundamental del sistema de Bretton Woods, que ejerció de guardián del orden económico y monetario internacional hasta principios de los años 70. El FMI ya no contribuye, como en sus primeros 27 años de existencia, a garantizar la fijeza de los tipos de cambio, pero ha mantenido un rol importante en el suministro de fondos a países en desarrollo con dificultades de pagos. Además, juega un papel esencial en el mantenimiento de una cierta disciplina y ortodoxia de las políticas económicas de sus países miembros, a través de las recomendaciones contenidas en sus informes periódicos de países por el Artículo IV de sus Estatutos, y en los informes y estudios sobre la situación de la economía internacional.

Como prestamista, la condición de proveedor de fondos del FMI en caso de crisis de balanza de pagos, y de acreedor dispuesto a condonar deudas en el marco de la iniciativa MDRI (*Multilateral Debt Reduction Initiative*), le confiere un destacado papel en la resolución de los desequilibrios exteriores. Por otra parte, su condición de asesor técnico y de garante de la disciplina financiera de los deudores en el marco de las refinanciaciones o condonaciones otorgadas por los acreedores del Club de París (foro de renegociación de los préstamos concedidos por los gobiernos o con garantía de éstos) le convierten en un actor esencial en el logro de la reducción del riesgo-país de los países en desarrollo. Las evaluaciones efectuadas por el FMI sobre la sostenibilidad de la deuda externa (*Debt Sustainability Assessments -DSA*) son cruciales para determinar el resultado de las negociaciones del Club de París.

---

9. Véase el Informe Anual de CESCE 2006.

Tres son por lo tanto las funciones principales que cumple el FMI en el campo del riesgo-país: prestamista en caso de crisis de pagos externos, asesor técnico y garante de los acuerdos de refinanciación de deuda en el seno del Club de París. La primera de las funciones enumeradas se encuentra actualmente en declive, por la favorable situación de las balanzas de pagos mundiales. Como reflejo de ello, el saldo vivo de la deuda total con el FMI ha descendido acusadamente, no solamente por el menor recurso a su financiación sino también porque muchos países, entre los que se encuentran Argentina, Brasil, México, Perú, Uruguay, Rusia e Indonesia, han optado por prepagar sus deudas con el FMI.

**Tabla 1. Financiación del FMI a sus países miembros 1997-2007**

	Desembolsos (por Giros* y Préstamos**)	Reembolsos (amortizaciones)	Intereses cobrados por el FMI	Deuda viva total
(en millones de Derechos Especiales de Giro)				
2007 (ene-julio)	1.069,2	3.514,8	269,2	11.221,1
2006	2.874,9	23.922,5	1.140,1	13.666,7
2005	2.692,5	30.118,1	2.234,4	34.714,3
2004	4.983,1	14.756,2	2.338,2	62.139,8
2003	21.171,5	19.728,2	2.395,1	71.913,0
2002	26.581,4	16.013,5	2.293,5	70.469,7
2001	24.634,3	14.054,6	2.203,8	59.901,8
2000	7.670,5	15.844,5	2.413,0	49.322,1
1999	10.746,9	19.990,6	2.609,3	57.496,1
1998	21.482,1	7.311,2	2.521,6	66.739,8
1997	16.843,5	6.283,6	1.609,8	52.568,9

Fuente: FMI.

\* Giros con cargo a la Cuenta General.

\*\* Préstamos con cargo a los programas PRGF (Poverty Reduction and Growth Facility), ESAF (Enhanced), SAF (Structural Adjustment Facility) y Trust Fund.

La Tabla 1 muestra el acusado descenso de los desembolsos efectuados por el FMI en los últimos cinco años, que en 2005 y 2006 sólo alcanzaron el 16% y 17%, respectivamente, del promedio de los ocho años anteriores, que fue de 16.764 millones de DEGs. En paralelo, se observa un incremento marcado de las amortizaciones y prepagos, que alcanzaron una cifra récord en 2005 y 2006, año en que fueron ocho veces superiores a los desembolsos. Esta dinámica es la causante de la insuficiencia actual de recursos del FMI para financiar sus costes de funcionamiento, teniendo en cuenta que este organismo obtiene sus ingresos por la diferencia entre el interés cargado a los préstamos que realiza y el abonado en concepto de remuneración de los fondos que obtiene.

**Tabla 2. Principales países deudores del FMI a 31 julio 2007**

País	Turquía*	Iraq*	Rep. Dominicana*	Georgia**	Kenia**	Armenia**
(en millones de Derechos Especiales de Giro)						
Importe adeudado	5.074	297	292	150	135	104

Fuente: FMI.

\* Acuerdos *Stand-by*

\*\* Programas PRGF



La Tabla 2 presenta los países deudores del FMI con saldo vivo de deuda superior a los 100 millones de DEGs. Como se ve, Turquía es el principal deudor, a gran distancia de los demás.

El Banco Mundial y otros Bancos Multilaterales de Desarrollo cumplen el papel de prestamistas para proyectos a largo plazo en países que no superan un umbral mínimo de renta per cápita<sup>10</sup>, en los que se presume una dificultad de acceso a la financiación a largo plazo en los mercados crediticios, al menos a un precio asequible. Los préstamos del Banco Mundial, incluidos los de su brazo concesional IDA (International Development Association), alcanzaron en 2006 la cifra total de 20.743 millones de dólares. La cifra reseñada es muy pequeña en relación con los flujos totales de financiación exterior recibidos actualmente por los países emergentes y en desarrollo.

### **3.3 Otros agentes**

La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) cumple dos funciones importantes en el campo del riesgo-país. En primer lugar, en su seno se promulgan las normas que regulan los créditos a la exportación con apoyo oficial, agrupadas bajo lo que se ha dado en llamar el Consenso, o Acuerdo sobre Créditos a la Exportación con Apoyo Oficial<sup>11</sup>. Este Acuerdo data de 1976 y tiene como objetivo establecer un terreno de juego común en la concesión de créditos a la exportación a medio y largo plazo, para evitar el otorgamiento de condiciones financieras en los contratos de exportación más favorables que las que determinaría el mercado. El Consenso está admitido como una excepción al Acuerdo sobre Subvenciones y Medidas Compensatorias de la Organización Mundial del Comercio (OMC). Son actualmente "Participantes" en el Consenso Australia, Canadá, la Unión Europea, Japón, Corea del Sur, Nueva Zelanda, Noruega, Suiza y Estados Unidos.

El segundo papel importante que la OCDE juega en el campo del riesgo-país es la elaboración, por parte del Subgrupo de Expertos en materia de Riesgo-País, de una clasificación, en función del grado de riesgo-país, de casi todos los países del mundo. Esta clasificación es accesible al público en general, y constituye una referencia importante para todos los estudiosos del riesgo-país, aunque su principal objetivo es servir para determinar el nivel mínimo de primas de seguro de crédito que las ECAs deben cargar en sus contratos de seguro para cada categoría de riesgo. En el Anexo 1 se ofrece la versión actualizada a 30 de noviembre de 2007 de la clasificación de riesgo-país de la OCDE. La metodología utilizada para la elaboración de esta clasificación será objeto de comentario más adelante.

Por último, los departamentos de análisis de riesgo-país de los bancos internacionales, inversores institucionales, compañías de seguros, agencias de *rating*, otras agencias calificadoras de riesgos y oficinas de supervisión nacionales, por general bancos centrales, son agentes destacados en materia de riesgo-país, al ofrecer análisis y evaluaciones, en general de carácter independiente, aunque no siempre públicas, del grado de riesgo-país de las distintas regiones y países del mundo.

---

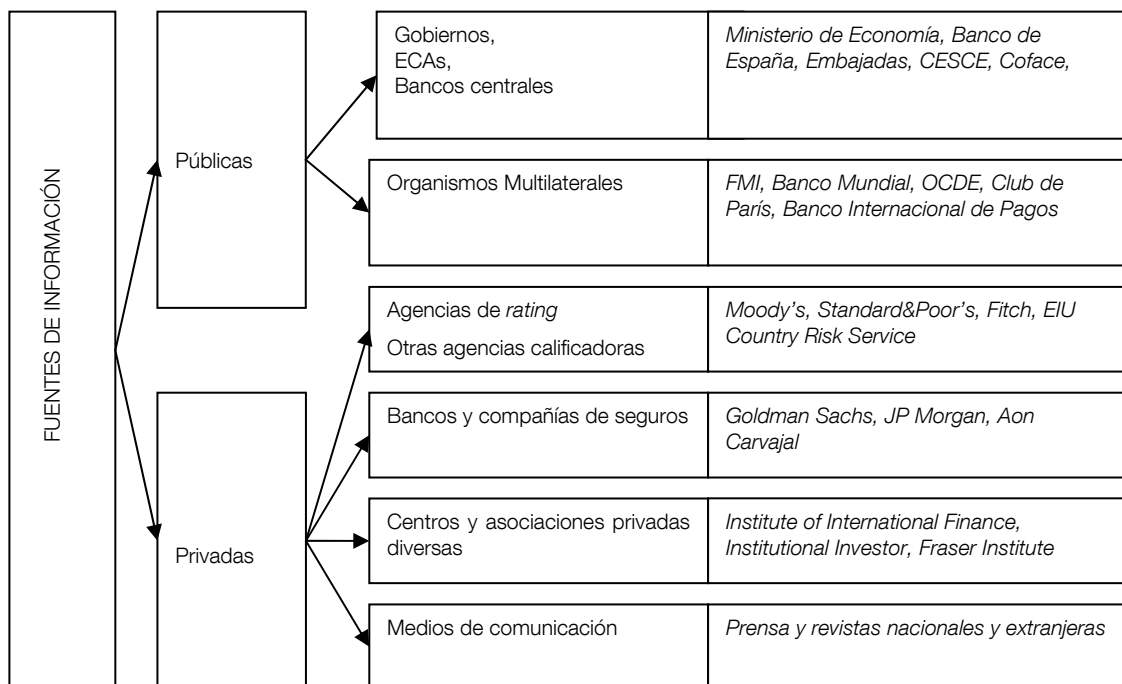
<sup>10</sup>. El umbral de elegibilidad para los préstamos a 17 años del Banco Mundial es de 3.595 dólares de renta per cápita (2006).

<sup>11</sup>. El Acuerdo no se aplica a los créditos a la exportación de bienes agrícolas o militares.

## 4 Análisis y evaluación del riesgo-país

### 4.1 Fuentes de información

La información sobre riesgo-país cubre necesariamente muchos campos de conocimiento, dada la naturaleza múltiple de los factores que pueden estar en el origen de los riesgos. Las fuentes de información pueden clasificarse en públicas y privadas. Dentro de las públicas, destacan los gobiernos y sus agencias estadísticas, las ECAs de propiedad pública, los bancos centrales y las IFIs y organismos multilaterales. Dentro de las fuentes privadas, destacan las agencias de *rating* y otras agencias calificadoras, los bancos comerciales y de inversión, las compañías de seguros y los medios de comunicación en general, con especial mención de la prensa. Además diversas asociaciones y centros de investigación (*think tanks*), que pueden ser de índole tanto pública como privada, también ofrecen información útil para el estudio del riesgo-país. A continuación se ofrece un resumen esquematizado de las fuentes de información, en el que se han señalado algunos ejemplos a la derecha de cada tipo de fuente.



## 4.2 Modelos utilizados

El estudio del riesgo-país constituye una disciplina muy poco sistemática en su esencia y por lo tanto se trata de un tipo de riesgo muy poco predecible<sup>12</sup>. Agencias con ingentes recursos y redes de inteligencia como la CIA fueron incapaces de predecir la invasión de Afganistán o el derrocamiento del Shah de Irán. El riesgo de la deuda cambia extraordinariamente en función de los supuestos de partida que se formulen acerca de las condiciones económicas y políticas mundiales y acerca de los comportamientos de los distintos gobiernos. A la dificultad de definir los escenarios de partida se añade la frecuente falta de disponibilidad, fiabilidad o puntualidad<sup>13</sup> de los numerosísimos datos necesarios para realizar el análisis. De ahí que con frecuencia las entidades financieras establezcan en los contratos financieros determinadas condiciones (*covenants*), como el establecimiento de determinados límites al endeudamiento global del país<sup>14</sup>, la entrega de información suficiente por parte del deudor, la pertenencia obligada al FMI, etc. La falta de cumplimiento de estas condiciones puede dar lugar a que el acreedor emprenda acciones, como la elevación del *spread* (acción que en sí misma puede provocar un aumento del riesgo-país) o la exigencia de reembolso anticipado de la deuda.

La evaluación del riesgo-país descansa inevitablemente sobre juicios humanos, sobre todo al analizar el riesgo político. A pesar de estas dificultades intrínsecas, muchos bancos y centros de análisis han tratado de buscar maneras de evaluar el riesgo-país con arreglos a determinados modelos. De acuerdo con la clasificación del Export Import Bank, existen cuatro categorías de modelos de riesgo-país:

- ⇒ Puramente cualitativos
- ⇒ Cualitativos estructurados, con algunos datos estadísticos
- ⇒ Cualitativos estructurados con técnicas de *scoring* (o *checklist*)
- ⇒ Cuantitativos (econométricos y altamente estructurados).

Los métodos puramente cualitativos de valoración del riesgo-país carecen de una estructura fija y consisten por lo general en informes en los que se tratan los diversos aspectos que contribuyen a una evaluación del riesgo-país, como la situación política y social, la estructura y coyuntura económica y el balance y perspectivas del sector exterior. La ventaja de este método es su flexibilidad, al no tener que ajustarse a ninguna estructura predeterminada. Su principal inconveniente es la dificultad de establecer comparaciones entre el nivel de riesgo en los distintos países como para poder obtener una agrupación y ordenación de los países por niveles de riesgo.

---

12. Véase Sarkis Joseph Khoury y Chunsheng Zhou. "Country risk: existing models and new horizons". Handbook of International Banking. Edited by Andrew W. Mullineux and Victor Murinde. Edward Elgar. Cheltenham, UK. Northampton, MA, USA. Véase también Hiranya K. Nath. "Country Risk Analysis: A Survey". March 2004. Southern Methodist University.

13. La falta de puntualidad de datos sobre la deuda externa del país puede conducir, por ejemplo, a que el prestatario proporcione al acreedor datos sobre deuda externa que sean muy inferiores a los reales por haberse endeudado adicionalmente durante el periodo transcurrido desde la fecha a que se refieren los datos suministrados hasta el momento de negociación con el acreedor.

14. Es interesante analizar qué se entiende por endeudamiento a este respecto. Por ejemplo, ¿debe incluirse la inversión extranjera directa, que aunque poco exigible puede incrementar la demanda de divisas para transferencia de dividendos, *royalties*, etc.? ¿Debe incluirse la deuda privada? ¿Se debe considerar el endeudamiento bruto o el neto? Muchos analistas defienden la inclusión de la inversión directa, la deuda privada y el endeudamiento en términos netos, pues hacerlo así permite un cálculo más ajustado de la demanda real de divisas.

Una versión intermedia entre los métodos cualitativos y los cuantitativos son los métodos cualitativos estructurados, que consisten en un sistema cualitativo revestido de una estructura o formato estandarizado, lo que permite efectuar comparaciones en mayor medida que el método cualitativo puro. El índice de riesgo político elaborado por *Business Environment Risk Intelligence* (BERI) constituye un ejemplo de esta clase de método.

Un método cualitativo estructurado que está siendo muy utilizado en los análisis de riesgo-país de algunos bancos y agencias de *rating* es el método estructurado de *scoring*, también llamado de *checklist*. Este método requiere definir una serie de indicadores, de tipo político, social, histórico, macroeconómico o financiero, que a su vez pueden tener carácter cualitativo o cuantitativo, y asignar una puntuación dentro de un rango definido, con un valor mínimo y máximo, a cada uno de ellos. Estas puntuaciones, una vez ponderadas por el peso de cada indicador en la apreciación global, son objeto de agregación. La suma de las puntuaciones permite determinar una calificación definitiva de riesgo-país, que será susceptible de comparaciones entre los distintos países. Este método recibe el nombre de *weighted checklist approach*, y es utilizado por algunas agencias de calificación y bancos centrales.

Dentro de los modelos cuantitativos, que calculan la probabilidad de *default* (PD), se pueden citar los de Jeffrey Sachs (uno de los pioneros) y de Balkan (modelos probit y logit). Uno de los modelos cuantitativos con mayor proyección exterior es el método econométrico utilizado por la OCDE para efectuar su clasificación de riesgo-país. Este modelo, denominado *Country Risk Assessment Model* (CRAM), combina un planteamiento cuantitativo de tipo econométrico con valoraciones cualitativas. Está basado en el modelo desarrollado por la ECA belga (ONDD). Los detalles del modelo tienen carácter confidencial. Lo emplea el Subgrupo de Expertos en materia de Riesgo-País de la OCDE para obtener la clasificación de riesgo-país que sirve para determinar las primas mínimas del seguro de crédito a la exportación otorgado por las ECAs. El modelo CRAM establece tres categorías de indicadores de riesgo, cada una de ellas formada por una serie de indicadores:

- a) Experiencia de pagos de las ECAs de los países Participantes del Consenso
- b) Situación financiera
- c) Situación económica

Para cada uno de los indicadores de cada categoría se realizan valoraciones individuales, de tipo cuantitativo, basadas en rangos predefinidos para cada indicador. Las valoraciones reciben una ponderación de tipo flexible, de acuerdo con una metodología común para todos los países analizados. Las valoraciones ponderadas son agrupadas para alcanzar una valoración única para cada una de las tres categorías. Posteriormente las tres valoraciones son refundidas en una única, que constituirá el resultado provisional del modelo CRAM, y que determinará la clasificación del país en una de ocho categorías de riesgo. Estas categorías están numeradas de “0” a “7”, siendo “0” la clasificación correspondiente a los países de menor riesgo, que se corresponden con los de “renta alta” según los criterios de renta per cápita del Banco Mundial<sup>15</sup>, y “7” la clasificación de los países con mayor riesgo. La OCDE clasifica también algunas IFIs y organismos multilaterales.

---

<sup>15</sup>. Los países que deben graduarse de la financiación del Banco Mundial son los de “renta alta”, es decir, los que tienen una renta per cápita igual o superior a 11.116 dólares (cifra establecida para 2006).

En una etapa posterior, el resultado provisional del modelo se somete a la consideración del Subgrupo de Expertos en materia de riesgo-país de la OCDE, que efectúa una valoración cualitativa de dicho resultado en función de factores políticos o de otra naturaleza que el modelo CRAM no haya tenido en cuenta. Esta valoración final puede conducir a un reajuste, adoptado por consenso, del resultado cuantitativo del modelo. Las deliberaciones del Subgrupo tienen carácter confidencial, pero la lista actualizada de clasificaciones de riesgo-país se hace pública de forma inmediata.

La clasificación de riesgo-país de la OCDE se somete a revisión continua en el seno del Subgrupo de Expertos en materia de riesgo-país, y como mínimo debe revisarse una vez al año, o cada vez que surge un cambio “fundamental” en la situación del país.

Algunos modelos cuantitativos superponen como complemento de sus herramientas analíticas algún sistema de señales de alerta temprana de crisis (*early warning systems* - EWS). Estos sistemas consisten en esencia en definir para algunos indicadores seleccionados considerados especialmente relevantes unos valores que podrían ser el detonante de una posible crisis de pagos. Estos sistemas no han tenido por el general el éxito esperado, en parte por deficiencias en la calidad y puntualidad de los datos requeridos para el buen funcionamiento de estos sistemas. Se puede concluir que ningún modelo o sistema de alerta temprana puede prescindir de los análisis cualitativos, debido a la demostrada dificultad de modelizar el riesgo político.

### **4.3 Campos analizados**

En este apartado se comentarán los distintos aspectos que pueden influir en el riesgo de impago de la deuda externa por razones de riesgo-país. Abarcan múltiples campos, y su importancia en cada caso depende de circunstancias propias de cada país. Guardan relación con la política, historia, cultura, macroeconomía, microeconomía, estructura económica, sector financiero y sector exterior de los distintos países. Estos campos son interdependientes, y se refuerzan unos a otros a través de múltiples cauces. Además, el contexto general de la economía internacional y de los mercados puede tener una influencia muy considerable sobre todos estos aspectos. En los párrafos siguientes se presentarán las variables analizadas, agrupadas en seis campos básicos: política, macroeconomía, estructura económica, sector bancario, sector exterior y valoración del mercado. Estas variables deben estudiarse tanto en un contexto estático como dinámico. Las variables mencionadas no agotan todas las posibles. Además, en cada país las áreas analizadas pueden diferir, en cuanto a su selección o el acento que deba ponerse en cada una de ellas, en función de la historia, localización, estructura y circunstancias específicas del país.

En el campo político, se analiza la estabilidad política, la eficacia del gobierno, la fortaleza de las instituciones, el riesgo de conflictos políticos internos o externos, la pertenencia a una zona geográfica política o militarmente conflictiva, el grado de corrupción y la cultura de pago de la deuda. El riesgo político puede medirse a través del indicador de gobernabilidad del Banco Mundial, que valora el conjunto de tradiciones e instituciones mediante las cuales se ejerce la autoridad en un país<sup>16</sup>. Incluye el proceso de elección, control y reemplazo de los gobiernos; la capacidad del gobierno para formular con eficacia, e

---

<sup>16</sup> El indicador de gobernabilidad del Banco Mundial integra seis subindicadores, que valoran, para 213 países, la libertad de expresión y exigencia de responsabilidades; la estabilidad política y ausencia de violencia; la eficiencia gubernamental; la calidad del marco regulatorio; la seguridad jurídica; y el control de la corrupción. Los indicadores se basan en datos de 25 organizaciones diferentes, entre las que se incluye el propio Banco Mundial, Gallup International, Economist Intelligence Unit, Institute for Management Development (IMD), DRI/Mc Graw-Hill, Universidad de Columbia, Freedom House, Afrobarometer, Latinobarómetro, el Foro Económico Mundial y Reporteros sin Fronteras.

implementar, políticas sensatas; y el respeto de los ciudadanos y del Estado a las instituciones que rigen las relaciones económicas y sociales entre ambos.

En el área macroeconómica, se observa la tasa de crecimiento económico y su posible volatilidad en el tiempo, la tasa de inflación, la credibilidad e instrumentos de la política monetaria, el nivel de los tipos de interés nominales y reales, el saldo del sector público y, en caso de déficit, su forma de financiación, el nivel de la deuda pública, y el grado de desarrollo del mercado local de bonos.

El área de estructura económica comprende el nivel de renta per cápita, la distribución de la renta, la movilidad social, el tamaño del país, la diversificación productiva, la concentración de la exportación en unos pocos bienes o servicios, y la dependencia energética.

En el sector bancario, hay que citar la proporción de créditos bancarios de mala calidad, la rentabilidad de la banca, la penetración de la banca extranjera, la tasa de ahorro doméstica, el acceso al crédito bancario, el equilibrio de los activos y pasivos bancarios en moneda extranjera, la existencia de una institución de seguro de depósitos, y el grado de desarrollo y eficacia de la supervisión bancaria.

En el campo del sector exterior, se requiere el análisis del saldo de las balanzas comercial y corriente, el régimen de tipo de cambio, el nivel de la inversión extranjera directa y en cartera, la existencia de controles de cambios, el historial de devaluaciones, el nivel y estructura de la deuda externa, el historial de pagos y de refinanciaciones en el Club de París, y el nivel de reservas exteriores.

Los mercados también aportan una valiosa información sobre el riesgo de impago del país, a través de indicadores como el *spread* soberano o diferencial del tipo de interés de la deuda soberana en dólares con respecto al tipo de interés de los bonos del Tesoro norteamericano a 10 años, medido por el índice EMBI (*Emerging Market Bond Index*) de JP Morgan, y el *spread* del *Credit Default Swap*. Además de estos indicadores, constituye una importante referencia en los mercados el *rating* soberano a largo plazo en moneda extranjera asignado por las agencias de *rating*, destacando las agencias Moody's, Standard & Poor's y FitchRatings.

El índice EMBI+ ó -EMBI Plus- (*Emerging Markets Bond Index Plus*) elaborado por el banco de inversión norteamericano JP Morgan es el índice más conocido para medir el riesgo-país desde la óptica del mercado. El EMBI+ comenzó a publicarse en julio de diciembre de 1995<sup>17</sup>, con el objetivo de crear una referencia que reflejara los rendimientos de una cartera de deuda de mercados emergentes. En total, el índice está compuesto por 107 instrumentos de 16 países: Argentina, Brasil, Bulgaria, Colombia, Ecuador, Egipto, México, Panamá, Perú, Filipinas, Indonesia, Rusia, Sudáfrica, Turquía, Ucrania y Venezuela. Para formar parte del EMBI, los instrumentos de deuda deben tener un valor nominal vivo mínimo de 500 millones de dólares.

Se incluyen en el índice bonos Brady, Eurobonos, préstamos e instrumentos de deuda de emisores soberanos, denominados en moneda extranjera, principalmente en dólares USA. Desde el 31 de mayo de 2002 no es elegible para la inclusión en el índice la

---

**17.** El antecedente inmediato del EMBI+ es el EMBI. Este índice, creado por JP Morgan en 1992, sólo incluye bonos Brady.

deuda sometida a la jurisdicción local, estando la inclusión limitada a las emisiones con jurisdicción legal en un país del G-7. Como el índice recoge deuda en dólares de países emergentes, el *rating* soberano de los países no puede ser mejor que BBB+ ó Baa1. Normalmente, el índice se expresa como *spread* o diferencial, en puntos básicos, sobre el rendimiento de los bonos del Tesoro de Estados Unidos a 10 años<sup>18</sup>.

El índice EMBI Global de JP Morgan constituye a su vez una versión ampliada del EMBI+, para ser plenamente representativo de los países emergentes en general. Para ello, cubre una gama más amplia de valores de deuda (por menores exigencias de grado de liquidez) y un mayor número de países, que son los de renta baja o media según el Banco Mundial (renta per cápita inferior a 11.116 dólares en 2006). Algunos de estos países disfrutaban de grado de inversión superior a BBB+ ó Baa1. En concreto, el EMBI Global incluye 27 países, que son los del EMBI+ más países como Polonia, Malasia, Nigeria, China, Marruecos, Argelia o Chile.

El EMBI ha perdido algo de relevancia en tiempos recientes como indicador de riesgo de los países emergentes, ya que los bonos denominados en dólares sólo representan en torno al 28% de la deuda soberana viva. El restante 72% de la deuda consiste en bonos denominados en moneda local, que están captando un interés considerable por parte de los inversores.

El creciente protagonismo de la deuda local de mercados emergentes hace que el índice EMBI+, contemplado tradicionalmente como uno de los principales indicadores de riesgo-país, vaya perdiendo relevancia. Por ello, en 2005 JP Morgan añadió el Government Bond Index-Emerging Markets (GBI-EM) a su familia de índices de mercados emergentes. Este índice permite el seguimiento de la deuda soberana en moneda local de 19 países emergentes: Argentina, Brasil, Chile, China, Colombia, República Checa, Egipto, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Perú, Polonia, Rusia, Eslovaquia, Sudáfrica, Tailandia y Turquía.

---

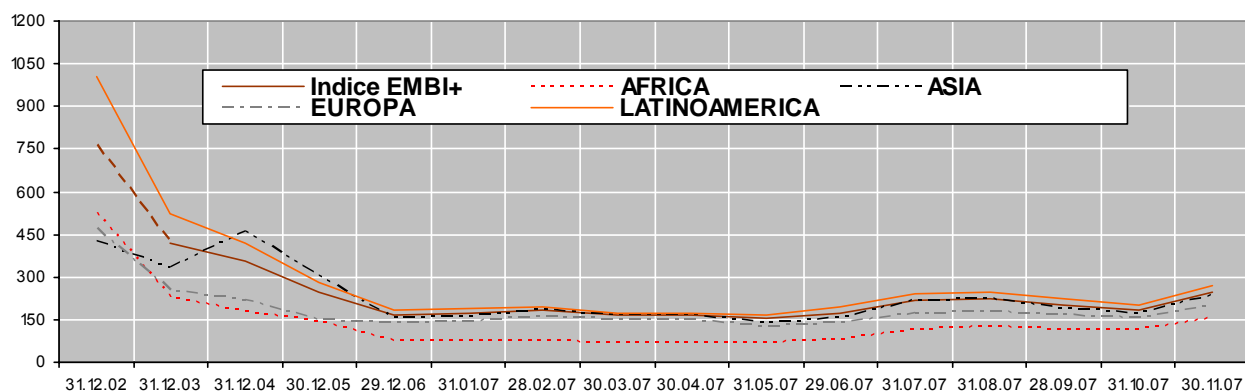
**18.** Los instrumentos incluidos en el EMBI+ deben cumplir inicialmente cuatro criterios de elegibilidad: capital vivo mínimo de 500 millones de dólares, *rating* de BBB+ (ó Baa1) o inferior, vencimiento residual superior a un año y posibilidad de liquidación internacional (por ejemplo vía Euroclear). En su formación se siguen los siguientes pasos: a) se computa el rendimiento diario de cada instrumento; b) para cada uno de los cuatro mercados se calcula la media aritmética ponderada por la capitalización de mercado de los rendimientos diarios de los instrumentos de cada mercado; y c) se calcula la media aritmética ponderada por la capitalización de mercado de los rendimientos diarios de los cuatro mercados.

**Tabla 3. EMBI+ países y regiones, 2003-2007**

	30 Nov 2007	31 May 2007	31 Dic 2006	31 Dic 2005	31 Dic 2004	31 Dic 2003
<b>Total</b>	<b>246</b>	<b>153</b>	<b>169</b>	<b>245</b>	<b>356</b>	<b>418</b>
<i>África</i>	153	68	74	145	177	232
<i>Asia</i>	234	140	156	302	457	333
<i>Europa</i>	200	128	139	151	216	255
<i>Latinoamérica</i>	271	168	186	283	420	521
Argentina	401	277	216	504	4.703	5.632
Brasil	220	142	192	311	382	463
Bulgaria	134	56	66	90	77	177
Colombia	200	117	161	238	332	431
Ecuador	616	620	920	669	690	799
Egipto	173	43	52	58	107	138
Filipinas	228	138	154	302	457	415
Indonesia	265	150	164	126	166	199
México	148	75	98	126	166	199
Panamá	195	119	148	246	290	335
Perú	188	100	118	206	220	312
Rusia	159	87	96	118	213	257
Sudáfrica	149	72	81	85	95	141
Turquía	247	181	207	223	265	309
Ucrania	278	100	132	183	231	258
Venezuela	531	259	182	318	411	593

Fuente: JP Morgan.

### Evolución del Índice EMBI+ 2003-2007





Otro indicador de mercado para valorar el riesgo-país es el *spread* del *credit default swap* (CDS). Este instrumento es un derivado financiero que permite transferir el riesgo de crédito. Se trata de un contrato bilateral OTC (*over the counter*) mediante el cual el comprador de protección transfiere al vendedor de protección el riesgo de que se produzca un "evento de crédito" especificado en el contrato, como quiebra, impago, reestructuración, incumplimiento de obligaciones, repudio, etc., por parte de una empresa o emisor soberano (la entidad de referencia del contrato). El comprador de protección paga una prima periódica sobre el nominal, expresada normalmente en tipo anualizado, que se denomina *spread*, hasta el vencimiento del contrato o hasta que se produzca, en su caso, el evento de crédito del que protege el contrato.

Al tratarse de un contrato que permite cubrir el riesgo de crédito, la cuantía de la prima de los CDS proporciona información sobre la calidad crediticia de las entidades de referencia. Los aumentos de los *spreads* indican aumentos del riesgo; los descensos indican disminución del riesgo. Por lo tanto, en el caso de que la entidad de referencia sea un estado soberano, la prima del CDS se puede utilizar como indicador de riesgo-país. La Tabla 4 presenta los *spreads* de CDS de algunos países emergentes durante los últimos cuatro años.

**Tabla 4. Spread de CDS a 5 años, 2004-2007**

	30 Nov 2007	31 May 2007	31 Dic 2006	31 Dic 2005	31 Dic 2004
Argentina	476	192	204	377	-
Brasil	98	61	99	221	308
Bulgaria	68	12	13	35	35
Colombia	137	77	114	166	289
Corea del Sur	49	15	17	23	30
Croacia	64	14	19	-	-
Filipinas	160	100	113	260	474
Indonesia	158	98	120	-	-
Malasia	45	14	17	26	25
México	67	28	40	57	80
Panamá	125	62	84	147	-
Perú	120	61	91	223	-
Polonia	26	9	13	-	-
Rumania	70	16	19	37	-
Rusia	93	39	44	67	128
Sudáfrica	63	25	42	38	53
Turquía	179	143	161	-	228
Ucrania	242	130	155	-	-
Venezuela	478	194	129	218	299

Fuente: JP Morgan.

Los indicadores de mercado, como el EMBI Plus y el *spread* de CDS dan una idea inmediata de la valoración por el mercado del riesgo-país, medido a través de la prima de riesgo correspondiente. En ese sentido constituyen una referencia importante para los emisores e inversores. Sin embargo tienen un inconveniente importante para los analistas del riesgo-país, que es el excesivo valor asignado a los acontecimientos a corto plazo, que pueden provocar alteraciones significativas del nivel de las primas, que no reflejan el riesgo real del país. Esta evolución contrasta con la estabilidad de las clasificaciones de riesgo-país de la OCDE, que por lo general sólo varían en respuesta a factores más perdurables en el medio y largo plazo. Además, la evolución de estos indicadores recoge la variación del riesgo-país atribuible no solamente a factores específicos del país sino también a factores externos, como la situación de la economía internacional o el grado de liquidez en los mercados financieros.

El *rating* soberano a largo plazo en moneda extranjera mide el riesgo de impago de la deuda soberana en divisas, por falta de capacidad o de voluntad de pago. Las variables consideradas por las agencias para la elaboración de las calificaciones varían en cada caso, pero coinciden a grandes rasgos con las que ya han sido mencionadas en párrafos anteriores<sup>19</sup>.

Standard & Poor's y FitchRatings utilizan la misma escala de calificación de la deuda soberana a largo plazo en moneda extranjera. Sin embargo, Moody's tiene su propia escala. En la Tabla 5 se ofrece la escala de calificación de las tres agencias. Las calificaciones están ordenadas de mejor a peor conforme se avanza por la tabla de arriba hacia abajo. Para una misma fila, los *ratings* se corresponden con un mismo nivel de apreciación de riesgo. Se considera de nivel "especulativo" (*speculative o junk*) un *rating* igual o peor que BB+ (Standard & Poor's y Fitch) o Ba1 (Moody's), mientras que el "grado de inversión" (*investment grade*) se corresponde con *ratings* iguales o mejores que BBB- (Standard & Poor's y Fitch) o Baa3 (Moody's). El grado de inversión se otorga a los países con niveles manejables de deuda, buenas perspectivas de ingresos exteriores y un buen historial de pagos. Muchos inversores institucionales, como fondos de pensiones, establecen en sus estatutos la prohibición de adquirir títulos con grado "especulativo". De ahí la importancia que reviste para un país emisor la obtención del grado de inversión de las agencias de *rating*, pues el aumento de la demanda de títulos por parte de los inversores institucionales permite una rápida disminución del *spread* de la deuda, con el consiguiente ahorro de gasto público.

Las tres agencias, Moody's, Standard & Poor's y Fitch, controlan el 95% del mercado de *rating*. Las dos primeras acaparan en torno al 80% del negocio. Moody's es la principal agencia de *rating*. Se trata de un sector con múltiples barreras de entrada. Desde 1975, la agencia reguladora del mercado de valores estadounidense, la Securities and Exchange Commission (SEC), ha concedido licencias para operar en el sector a tan sólo seis empresas<sup>20</sup>.

---

**19.** Las variables consideradas por las agencias para la elaboración de las calificaciones son las siguientes: a) Factores políticos, demográficos y educativos, y relaciones internacionales; b) Estructura económica, renta per cápita y dinamismo del sector privado; c) Nivel y perspectivas del crecimiento a largo plazo y composición del PIB; d) Análisis del mercado de trabajo; e) Política macroeconómica; f) Estabilidad monetaria, indicadores monetarios y de liquidez interna y externa; g) Deuda del Estado y flexibilidad fiscal; h) Banca y finanzas; i) Balanza de pagos y activos y pasivos exteriores; j) Política comercial e inversión extranjera; y k) Deuda externa del sector público y privado;

**20.** Algunas voces críticas han señalado recientemente que las agencias de *rating* son excesivamente poderosas y que los *ratings* emitidos no son totalmente fiables por el conflicto de intereses inherente a su negocio, derivado del hecho de que son los emisores (sean públicos o privados), y no los usuarios, quienes pagan el *rating*. Cuando las agencias fracasan en sus dictámenes, como ha ocurrido en los conocidos casos de Enron, WorldCom, Parmalat y los títulos

**Tabla 5. Equivalencias de los *rating* soberanos a largo plazo**

	Standard & Poor's	FitchRatings	Moody's
Grado de inversión	AAA	AAA	Aaa
	AA+	AA+	Aa1
	AA	AA	Aa2
	AA-	AA-	Aa3
	A+	A+	A1
	A	A	A2
	A-	A-	A3
	BBB+	BBB+	Baa1
	BBB	BBB	Baa2
	BBB-	BBB-	Baa3
Grado especulativo	BB+	BB+	Ba1
	BB	BB	Ba2
	BB-	BB-	Ba3
	B+	B+	B1
	B	B	B2
	B-	B-	B3
	CCC+	CCC+	Caa1
	CCC	CCC	Caa2
	CCC-	CCC-	Caa3
	CC	CC	CC
	C	C	C
Default	D	D	

En el Anexo 2 se ofrece la relación actualizada a 30 de noviembre de 2007 de los *ratings* soberanos emitidos por las tres agencias de *rating* referidas. Cada agencia aporta su propia clave para las calificaciones. Estas claves tienen los siguientes elementos comunes:

- ⇒ AAA  
 El país tiene fortaleza institucional, con apertura comercial y financiera y estabilidad macroeconómica. Supone la expectativa más baja de riesgo de crédito.

derivados de los préstamos hipotecarios *subprime*, las agencias se escudan jurídicamente en que los *rating* son meras "opiniones", emitidas al amparo de la libertad de expresión consagrada por la constitución de Estados Unidos, y que los *ratings* sólo valoran la solvencia del prestatario y no el riesgo del mercado.

Actualmente las agencias de *rating* se guían por un código voluntario de conducta aprobado en diciembre de 2004 por la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO en sus siglas inglesas), que debe resolver los posibles conflictos de interés. En Estados Unidos, entró recientemente en vigor (26 junio 2007) una nueva normativa en materia de agencias de *rating* (Credit Rating Agency Reform Act). Esta norma establece ciertos criterios para que las agencias de calificación puedan registrarse en la SEC como Nationally Recognized Statistical Rating Organization (NRSRO). La nueva norma pretende mejorar la calidad de las calificaciones y aumentar la competencia en el sector con un mayor número de NRSRO en funcionamiento.

- ⇒ AA  
El país disfruta de una calidad crediticia muy alta y riesgo de crédito muy bajo. Su economía es ligeramente más vulnerable a influencias externas adversas que los países AAA. Los déficit fiscales tienden a ser más variables, y la deuda del estado y la deuda externa por lo general son más elevadas.
- ⇒ A  
La calidad crediticia es alta y el riesgo de crédito bajo. Las calificaciones de estos países suelen estar limitadas por vulnerabilidades asociadas a la etapa de desarrollo en que se encuentran, una base económica estrecha, necesidad de reestructuración y una situación política mejorable.
- ⇒ BBB  
La calidad crediticia es buena y el riesgo de crédito bajo. Es la categoría más baja dentro del “grado de inversión”. El servicio de la deuda no está tan garantizado como en los niveles de calificación superiores. Los factores políticos tienen mayor importancia que en los niveles superiores. En general, cuentan con programas económicos orientados al mercado, bien asentados. Los mercados de capitales están menos desarrollados y la supervisión del sistema financiero puede ser deficiente
- ⇒ BB  
Es el nivel de calificación más alto dentro del “grado especulativo”, lo que refleja un riesgo político significativamente mayor, que puede afectar a la política económica. La renta per cápita es baja y la falta de diversidad e impedimentos estructurales pueden limitar el crecimiento económico. La deuda y el servicio de la deuda son por lo general elevados.
- ⇒ B  
El grado es altamente especulativo. Por lo general, las políticas económicas ortodoxas no están bien asentadas. Los sectores financieros suelen ser débiles. El pago del servicio de la deuda es vulnerable a influencias externas adversas. Los déficit fiscales, el nivel de inflación y el endeudamiento externo tienden a ser elevados.
- ⇒ CCC  
El “default” es una posibilidad real. Existe una inestabilidad económica significativa y quizás política. La moneda se debilita, la inflación va en ascenso y el nivel del servicio de la deuda a corto plazo es elevado. En el nivel de “incumplimiento selectivo” (Selective Default - SD), la deuda ya ha sido impagada, o se ha procedido a una oferta de canje forzoso de deuda con bancos comerciales y /o tenedores de bonos.
- ⇒ CC  
El “default” es probable.
- ⇒ C  
El “default” es inminente.
- ⇒ SD (Selective Default)  
Indica que no se han realizado los pagos a término (dentro del período de gracia aplicable) respecto de algunas de sus obligaciones financieras aunque continúa pagando otras deudas o instrumentos.
- ⇒ D  
El soberano ha incumplido sus obligaciones financieras.

Como resumen, la Tabla 6 muestra en forma esquemática algunas de las variables más significativas para el análisis del riesgo país.

**Tabla 6. Variables relevantes para el estudio del riesgo-país**

Situación Política	Riesgo geopolítico de la región
	Riesgo de conflictos políticos internos y externos
	Estabilidad política, eficacia del gobierno, fortaleza institucional
	Cultura de pago de la deuda
	Nivel de Corrupción
Situación Macroeconómica	Tasa de crecimiento del PIB, con detalle del consumo, inversión y ahorro
	Tasa de inflación e instrumentos de política monetaria
	Tipos de interés nominales y reales
	Saldo del sector público (en % sobre el PIB)
	Deuda pública interna y externa (en % sobre el PIB)
	Tamaño del mercado local de bonos (en % sobre el PIB)
	Tasa de desempleo
Estructura Económica	Composición del PIB por sectores económicos
	Tamaño de la población
	Distribución de la renta, medida por el índice de Gini
	Renta per cápita (en \$)
	Exportación de un solo bien primario, en % sobre exportaciones totales
	Importaciones energéticas (en % sobre el consumo primario de energía)
Sector Bancario	Créditos de mala calidad (en % sobre créditos totales)
	Ratios de solvencia y de rentabilidad
	Penetración de la banca extranjera
	Activos y pasivos en moneda extranjera de la banca
	Supervisión bancaria y entidad de seguro de depósitos
Sector Exterior	Saldo de las balanzas comercial y por cuenta corriente
	Régimen del tipo de cambio e historial de devaluaciones
	Historial de pagos y de refinanciaciones en el Club de París
	Existencia de Control de cambios
	Nivel y estructura de la deuda externa
	Reservas exteriores y cobertura de importaciones (nº meses) y de deuda a corto
	Inversión extranjera directa y de cartera
Indicadores de mercado	<i>Spread</i> de la deuda soberana, recogida en el índice EMBI Plus o EMBI Global
	<i>Spread</i> de <i>Credit Default Swap</i>
<i>Rating</i> soberano a largo plazo en moneda extranjera	Moody's
	Standard & Poor's
	FitchRatings

## 5 Las crisis de pagos y el riesgo-país

### 5.1 Causas de las crisis de pagos

Las crisis financieras conciernen al riesgo-país en la medida en que se pueden convertir en crisis de pagos, esto es, cuando pueden tener como resultado el impago de la deuda externa. Es claro que cualquier país puede sufrir una crisis financiera o cambiaria internacional, que obligue a determinados reajustes internos, que pueden llegar a ser muy dolorosos. Sin embargo estas crisis no implican el impago de la deuda si el país mantiene unos niveles bajos o sostenibles de endeudamiento externo o si pertenece a una zona cuya moneda está internacionalmente aceptada como medio de pago. En este último caso, el país no precisa recurrir al mercado cambiario para realizar transacciones con el resto del mundo, al disfrutar de derechos de “señoraje”, y la deuda puede ser honrada mediante simple emisión de moneda nacional. Es el caso de Estados Unidos y, en menor medida, de los países de la UE que integran la Unión Monetaria, Japón, Reino Unido y Suiza.

Exceptuando las crisis de pagos emanadas exclusivamente de la falta de voluntad de pago de la deuda, se puede afirmar que todas las crisis de pagos tienen su origen en un desequilibrio de la oferta y demanda de divisas en el mercado de cambios de un país, por un exceso de demanda de divisas sobre la oferta existente, lo que produce, bien una devaluación de la moneda local, bien una disminución de las reservas exteriores del país -que actúan como fondo de estabilización (*buffer stock*) para reducir el exceso de demanda de divisas-, o bien ambas a la vez. El desequilibrio del mercado de cambios puede tener orígenes muy diversos, que emanan de factores estrictamente internos del país, o de factores ajenos al mismo. Por lo general, en las crisis financieras intervienen tanto factores internos como externos, y se refuerzan los unos a los otros.

Entre los factores internos, hay que citar en primer lugar un exceso de endeudamiento externo, que da lugar a pagos por el servicio de la deuda por encima de la capacidad del país. Este endeudamiento externo puede proceder del sector público (por ejemplo, por la incapacidad de obtención de fondos domésticos para financiar un déficit público) o del sector privado (por ejemplo, por un desequilibrio en los activos y pasivos en moneda extranjera de los bancos, que haya dado lugar a un fondeo excesivo en moneda extranjera). La crisis también puede deberse a una liberalización prematura de la cuenta de capitales, que conduzca a una acumulación excesiva de depósitos bancarios a corto plazo de no residentes en moneda local, o a unas inversiones extranjeras en cartera muy voluminosas, que provoquen un exceso de demanda de divisas en caso de producirse una retirada brusca de los fondos invertidos, causando una devaluación, que a su vez podría dar lugar al impago de la deuda externa (por encarecimiento del contravalor en moneda local de la misma).

Eventos políticos, como el triunfo en las elecciones de un partido político de corte radical, un golpe de estado o una guerra con el país vecino pueden también desencadenar una crisis de confianza en el país, que dé lugar a la retirada de fondos extranjeros y la fuga de capitales nacionales, generando la consiguiente devaluación de la moneda. En todos estos casos, la fuga de capitales nacionales y extranjeros en busca de refugios seguros en los prolegómenos de una crisis, o una vez que ésta se ha desencadenado, constituye un factor agravante de la misma, ya que supone una fuente adicional de demanda de divisas, lo que profundiza la crisis cambiaria. Las reservas exteriores pueden servir total o parcialmente

como colchón de absorción del desequilibrio del mercado cambiario, al constituir una fuente de oferta de divisas para enjugar el exceso de demanda. Por eso, los países con un volumen apreciable de reservas exteriores ofrecen un nivel menor de riesgo-país.

Los factores externos pueden consistir, entre otros, en una crisis internacional de confianza por el pinchazo de una burbuja financiera o inmobiliaria, una recesión en uno o varios países desarrollados de primera fila, un descenso del precio internacional de las materias primas exportadas por el país, un conflicto bélico a escala internacional, o el “contagio” de una crisis de pagos en algún país vecino.

## **5.2 Algunos ejemplos de crisis**

A continuación se describirán someramente algunas crisis financieras que han dado lugar a impagos de la deuda externa. Nótese que en algunos casos los impagos no llegaron a materializarse, o sólo lo hicieron en parte, gracias a la pronta actuación del FMI y de los mecanismos de renegociación de la deuda externa.

Algunas crisis de pagos han tenido una importante proyección internacional, por la magnitud de los flujos financieros afectados y su capacidad de contagio regional<sup>21</sup>, mientras que otras han tenido un carácter más silencioso, con limitada repercusión internacional, afectando casi exclusivamente a los países que las han padecido. Todas ellas han requerido considerables esfuerzos de ajuste por parte de deudores, acreedores y organismos internacionales.

Un ejemplo de crisis de pagos con limitado alcance internacional fue la que padeció la República Dominicana en 2003 a raíz de la quiebra del banco dominicano Baninter. Esta crisis requirió la asistencia financiera del FMI y la renegociación de la deuda externa con el Club de París y el Club de Londres. Con anterioridad, en 2001, Turquía sufrió una severa crisis financiera, cuyo origen fue la combinación de un déficit público insostenible, una tasa elevadísima de inflación y un sistema bancario insolvente. Antes de que se desatara una suspensión de pagos generalizada, el FMI proporcionó la liquidez necesaria para evitar el desplome de la moneda, mientras el país ponía en marcha un severo programa de ajuste económico. Otros países que se han visto afectados en el pasado por crisis de pagos individuales son Egipto (1987, 1991), Haití (1995), Iraq (2004), Indonesia (en múltiples ocasiones desde 1966), y República Centroafricana (en varias ocasiones desde 1981), entre otros muchos.

En cuanto a las crisis de pagos con una apreciable repercusión internacional, hay que mencionar la de México de 1982, que llevó a que el país devaluase su moneda un 42% y suspendiese pagos en agosto de ese año. Esta crisis tuvo su origen básicamente en factores internos, a saber, el incremento sustancial del gasto público -el déficit público en relación al PIB se duplicó entre 1977 y 1981- y del endeudamiento externo -en 21.000 millones de dólares en 1981-, al que se sumó una voluminosa salida de capitales.

La crisis del Sistema Monetario Europeo (SME) de 1993, que condujo a la devaluación de varias monedas europeas y a la salida de la libra y la lira del sistema, puede calificarse como una crisis básicamente cambiaria, atribuible a factores internos europeos -básicamente mantenimiento de políticas macroeconómicas divergentes en el seno del sistema. Esta crisis no dio lugar a impagos de la deuda externa de los países europeos.

---

21. Véase el Capítulo I del libro de Requeijo, J.: “Anatomía de las crisis financieras”, McGraw Hill, 2006.

La crisis de Argentina en 1994-1995, que provocó salidas masivas de capitales del país, y que fue causante de una caída de la producción superior al 4% y de una tasa de desempleo del 18% en 1995, se debió, al menos en origen, a un factor externo: el contagio de la crisis de México de ese mismo año, fenómeno que se bautizó como “efecto tequila”. La razón del contagio estuvo en la identificación que hicieron los inversores extranjeros de la situación de ambos países: puesta en práctica de reformas de corte neoliberal, sistemas de tipos de cambio fijos, liberalización del comercio exterior y déficit por cuenta corriente en ascenso.

La crisis asiática de 1997, que inicialmente afectó a Tailandia, aunque se contagió rápidamente a Indonesia, Malasia y Corea del Sur, se debió a factores internos, agravados por la reacción de los mercados. La crisis tuvo su origen en una combinación de un tipo de cambio fijo con el dólar, una cuenta de capital altamente liberalizada y un sistema bancario insolvente. Los mercados jugaron un papel importante, pues el pánico que cundió entre los inversores extranjeros, materializado en salidas masivas de capitales, se convirtió en una “profecía autocumplida”, dando lugar, entre otros males, a una caída del PIB del 35% durante 1997-2002 en Tailandia e Indonesia. La expectativa de fijeza del tipo de cambio había incentivado a bancos y empresas a endeudarse considerablemente en dólares, a tipos más bajos que los internos. También había animado a los inversores extranjeros a invertir en los mercados de activos de esos países, que prometían unas ganancias seguras. La masa ingente de capitales externos provocó una burbuja bursátil e inmobiliaria. Cuando el dólar se apreció en 1995, y con él las monedas de estos países, aumentaron los déficit por cuenta corriente hasta niveles juzgados insostenibles por los inversores, dada la fijeza del tipo de cambio, y esto, junto con un sistema financiero insolvente, llevó a una retirada de capitales y una devaluación sustancial de las monedas, lo que a su vez encareció súbitamente las deudas en moneda local, provocando numerosas quiebras bancarias y empresariales y el impago de la deuda externa. Su regularización requirió algunas refinanciaciones bancarias (Corea del Sur, Tailandia e Indonesia<sup>22</sup>) y del Club de París (sólo Indonesia).

La crisis brasileña de 1998, contagiada en parte por la crisis de pagos de Rusia de ese año, tuvo su origen en factores internos, sobre todo por el considerable déficit público, del 8% del PIB, que en una parte importante debía financiarse con deuda exterior, lo que los inversores juzgaron como insostenible, retirando masivamente fondos del país y provocando una depreciación del real del 40%. El FMI tuvo que salir al rescate del país comprometiendo un importante paquete de ayuda financiera (18.000 millones de dólares).

La crisis de Argentina de 2001 tuvo básicamente su origen en errores internos, concretados en una deuda pública externa excesiva (72.000 millones de dólares a comienzos de 2001) y el mantenimiento desde 1990 de una caja de conversión (*currency board*), que mantenía al peso ligado al dólar. La apreciación del dólar frente al yen y otras monedas europeas durante 1997-2000 y la devaluación del real brasileño tras la crisis de Brasil de 1998 restaron muchos grados de competitividad a la economía argentina. El gobierno renunció a reducir el gasto público y en su lugar trató de equilibrar las cuentas públicas recaudando ingresos impositivos. Esta política fracasó porque la economía se encontraba en recesión desde 1998. El gobierno suspendió pagos en diciembre de 2001. Abandonó el

---

**22.** Indonesia, Corea del Sur y Tailandia tuvieron que refinar su deuda en el Club de Londres con los bancos privados. En el caso de Indonesia se produjeron cuatro refinanciaciones: 3.000 millones de dólares en junio de 1998, 3.300 millones de dólares en junio de 1999, 200 millones de dólares en agosto de 1999 y 300 millones de dólares en abril de 2000. En el caso de Corea del Sur se produjo una refinanciación por importe de 21.700 millones de dólares. Por último, Tailandia refinanció 2.000 millones de dólares en junio de 1998. En el Club de París, sólo Indonesia tuvo que refinar su deuda.



*currency board* y el peso se devaluó un 75% respecto al dólar. Recibió unos 23.000 millones de dólares del FMI, que no fueron suficientes para atajar la crisis. El país dejó de pagar a los acreedores privados y a los oficiales bilaterales, e impuso en 2005 una quita de entre el 65% y el 75% del valor de los bonos soberanos en manos privadas. Argentina aún debe más de 19.000 millones de dólares a los bonistas privados que no aceptaron la quita (titulares del 24% del valor de los bonos), y en torno a 6.300 millones a los acreedores del Club de París.

### **5.3 Las soluciones de las crisis**

#### 5.3.1 EL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL

Antes de la creación del FMI, las crisis de pagos se resolvían mediante procedimientos ad hoc, que podían llegar a tener carácter bélico. Por ejemplo, en 1902 la suspensión de pagos de la deuda soberana por parte de Venezuela provocó el bloqueo de sus puertos marítimos con buques de guerra de los gobiernos de Alemania, Reino Unido e Italia para forzar el pago de la deuda, lo que los acreedores lograron con éxito.

Desde 1945, en la inmensa mayoría de las crisis que han entrañado dificultades de pago de la deuda externa, ha intervenido el FMI, primero como prestamista de fondos destinados a resolver la carencia de divisas, segundo como suministrador de asistencia técnica sobre las políticas más adecuadas para salir de la crisis y, tercero, como elemento restaurador de la confianza a través de las dos actuaciones anteriores<sup>23</sup>. También han contribuido significativamente a paliar los problemas de liquidez externa los paquetes de rescate a cargo de acreedores bilaterales (por ejemplo, bancos centrales), como ya se ha visto en el apartado dedicado a los distintos agentes del riesgo-país.

En último término, el esfuerzo de ajuste ha recaído principalmente en los países deudores, aunque las IFIs y otros acreedores bilaterales han aportado por lo general una ayuda decisiva, al otorgar las primeras flujos considerables de financiación y aceptar los segundos renegociaciones y condonaciones de la deuda que han debido financiar, bien con cargo a sus presupuestos nacionales en el caso de los acreedores oficiales, bien con cargo a las cuentas de resultados en el caso de los acreedores privados bancarios.

La salida de la crisis para los países deudores supone aceptar la condicionalidad de los préstamos del FMI, a través de la puesta en marcha del correspondiente programa de ajuste, consensuado con las autoridades del país. Los programas de ajuste se dirigen, no sólo a resolver los problemas de pagos a corto plazo, sino también a sentar las bases para un crecimiento equilibrado a largo plazo, que incluya el equilibrio de las cuentas externas.

Los programas suelen incluir medidas para reducir la inflación y el déficit público, y fortalecer los sistemas financieros. También comprenden reformas estructurales, como la liberalización comercial y de precios y la mejora de la gobernabilidad. Una vez aprobado el programa, el FMI realiza los desembolsos de fondos de forma escalonada, conforme comprueba que el país va alcanzando los objetivos (*performance criteria*), definidos de manera cuantitativa (cifra de reservas exteriores, saldo fiscal, endeudamiento externo) o en forma de metas de carácter estructural (reforma de la seguridad social o del sector energético).

---

<sup>23</sup>. Algunos países, como Angola, Argentina, Cuba o Corea del Norte han resuelto en parte sus episodios de crisis de deuda o de pagos externos sin la ayuda del FMI, recurriendo a la ayuda de determinados países amigos.

La ayuda financiera del FMI a países en dificultades de pago ha recibido la oposición de algunos analistas y políticos, por considerar que da lugar al riesgo moral o *moral hazard*, que en general puede definirse como la alteración de la conducta de una persona o entidad por el hecho de estar asegurada en caso de pérdidas. La ayuda del FMI supone acudir en socorro de los países deudores que han llevado a cabo políticas inadecuadas y de los inversores que han concedido financiación sin una evaluación suficiente o correcta de los riesgos. Estos agentes, sabedores de que el FMI realizará siempre un rescate o *bail-out* de los perdedores, mantendrán las conductas irresponsables<sup>24</sup>.

Algunas de las ayudas de balanza de pagos comprometidas por el FMI durante las crisis de pagos fueron los 3.700 millones de dólares a México en 1982, 4.800 millones de dólares a Rusia en 1998, 60.000 millones de dólares a Corea del Sur en 1997 (el mayor de la historia)<sup>25</sup> y 23.000 millones de dólares a Argentina en 2001.

La condicionalidad del FMI ha evolucionado en los últimos años en respuesta a determinadas críticas formuladas a sus actuaciones, sobre todo durante la crisis asiática de 1997, que fueron juzgadas como inapropiadas por causar una recesión innecesaria en algunos de los países afectados. Por ello, en 2002 el FMI adoptó nuevas directrices en materia de condicionalidad, que incorporan un planteamiento más flexible a la hora de adaptar las políticas de ajuste a los condicionantes políticos y económicos de cada país.

El FMI ha efectuado una inestimable contribución a la mejora de las políticas económicas de los países, al haber logrado a lo largo de las últimas décadas crear una cultura de prudencia financiera en los campos monetario y fiscal, convenciendo a los gobernantes de que los excesos se pagan tarde o temprano y de que el mercado, los inversores y el electorado terminan por premiar las políticas equilibradas dirigidas al crecimiento sostenible a medio y largo plazo.

### 5.3.2 EL CLUB DE PARÍS

El Club de París, como foro de negociación de la deuda externa oficial bilateral, constituye una pieza vital en todas las crisis de pagos de la deuda externa. Ha tenido un papel trascendente en el alivio de la deuda externa de los países endeudados desde su primera reunión en 1956 en la ciudad que le dio nombre, para la renegociación de la deuda de Argentina. El Club de París no tiene rango legal y carece de estatutos de funcionamiento. Opera exclusivamente sobre la base de la voluntad de sus miembros, por lo que se trata de una “no-institución”. A pesar de ello, los países acreedores han acordado una serie de reglas y principios que son escrupulosamente respetados. Los principios de actuación del Club son los siguientes:

- ⇒ Decisiones caso por caso, en función de la situación de cada deudor.
- ⇒ Consenso entre los países acreedores
- ⇒ Condicionalidad, garantizada por la existencia de un programa con el FMI, que efectúa el análisis de sostenibilidad de la deuda

---

**24.** Las críticas por el rescate del FMI se dejaron oír con especial intensidad con ocasión de la financiación de 5.000 millones de dólares al gobierno ruso durante la crisis de 1998.

**25.** Corea del Sur devolvió el préstamo en agosto de 2001, tres años y ocho meses después de que le fuese concedido por el FMI y tres años antes de su vencimiento.

- ⇒ Solidaridad, por la que los acreedores deben renegociar sus deudas en el marco multilateral del Club
- ⇒ Comparabilidad de trato, en virtud de la cual el deudor no puede otorgar a ningún otro acreedor, aunque no sea miembro del Club, condiciones más favorables que las otorgadas al Club de París.

Son miembros permanentes del Club de París Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, España, Estados Unidos, Finlandia, Francia, Irlanda, Italia, Japón, Noruega, Países Bajos, Reino Unido, Rusia, Suecia y Suiza. Son miembros ocasionales (en función de su condición de acreedores en la renegociación correspondiente) Abu Dhabi, Sudáfrica, Argentina, Brasil, Corea del Sur, Israel, Kuwait, México, Marruecos, Nueva Zelanda, Portugal, Trinidad y Tobago y Turquía.

El Club de París negocia la deuda externa bajo diferentes fórmulas o “términos”.

- ⇒ Tratamiento Clásico  
Se refinancian las deudas *pre-cut-off date*<sup>26</sup> alargando hasta 10 años los vencimientos de interés y principal de la deuda durante el periodo de consolidación<sup>27</sup> (normalmente 1 año), a tipos de interés de mercado.
- ⇒ Tratamiento Houston (en desuso)  
Igual que el anterior pero con vencimientos de 20 años.
- ⇒ Tratamiento Nápoles  
Se renegocian las deudas *pre cut-off date*, condonando el 67% de los vencimientos de la deuda durante el periodo de consolidación (tratamiento de flujos).
- ⇒ Tratamiento Colonia o HIPC  
Permite la condonación del 90% de la deuda contraída antes de 1999, año en que se acordó por el G-7 la iniciativa HIPC. Se aplica al stock (principal) de la deuda.
- ⇒ Tratamiento Evian  
Es similar al tratamiento Colonia, sólo que aplicado con carácter *ad hoc* a países que, a pesar de no ser elegibles para la iniciativa HIPC, requieren una condonación sustancial de su deuda. Ejemplos son Iraq y Nigeria.

El Club de París ha permitido desde su creación la firma de 398 acuerdos de refinanciación de la deuda externa de 83 países endeudados<sup>28</sup>. La cifra total renegociada desde 1983 ha sido de 505.000 millones de dólares.

El Club de París se encuentra actualmente en una fase de relativa tranquilidad, ya que, de una parte, los países en desarrollo y emergentes exhiben en general una situación externa holgada y saneada, con bajo endeudamiento externo y, de otra parte, muchos países

<sup>26</sup>. El término *cut-off-date* se refiere a la fecha tope de contratación de las deudas renegociadas en cada caso.

<sup>27</sup>. El periodo de consolidación es el periodo durante el que el país deudor necesita alivio financiero.

<sup>28</sup>. Los países que han refinanciado históricamente su deuda externa en el Club de París son Afganistán, Albania, Argelia, Angola, Argentina, Benin, Bolivia, Bosnia-Herzegovina, Brasil, Bulgaria, Burkina Faso, Burundi, Camboya, Camerún, Chile, Congo, Costa Rica, Costa de Marfil, Croacia, Djibouti, Egipto, El Salvador, Ecuador, Etiopía, Rusia, Gabón, Gambia, Georgia, Ghana, Granada, Guatemala, Guinea Conakry, Guinea Ecuatorial, Guinea-Bissau, Guyana, Haití, Honduras, Indonesia, Iraq, Jamaica, Jordania, Kenia, Kirguistán, Liberia, Macedonia, Madagascar, Malawi, Mali, Marruecos, Mauritania, México, Moldavia, Mozambique, Nicaragua, Níger, Nigeria, Uganda, Pakistán, Panamá, Perú, Filipinas, Polonia, Rep. Centroafricana, Rep. Dem. Congo, Rep. Dominicana, Rumania, Ruanda, Santo Tomé y Príncipe, Senegal, Serbia-Montenegro, Sierra Leona, Eslovenia, Somalia, Sudán, Sri Lanka, Tanzania, Chad, Togo, Trinidad y Tobago, Turquía, Ucrania, Vietnam, Yemen y Zambia.

se han “graduado” del Club de París, al haber liquidado ya las deudas que renegociaron con el Club en los años 80 y 90, bien por el mero paso del tiempo, bien por la realización de prepagos al Club de la deuda renegociada antes de su total vencimiento. Algunos de los países que han efectuado recientemente prepagos al Club son Perú, Brasil, Rusia, Nigeria, Argelia, Polonia, Macedonia y Gabón. Además de los prepagos, hay que citar la cancelación total de la deuda de muchos países por parte de los acreedores bilaterales oficiales en el marco de la Iniciativa HIPC (Highly Indebted Poor Countries). Ya se han beneficiado de esta iniciativa Honduras, Nicaragua, Benin, Burkina Faso, Camerún, Chad, República Democrática del Congo, Etiopía, Gambia, Ghana, Guinea, Guinea-Bissau, Madagascar, Malawi, Mali, Mauritania, Mozambique, Níger, Nigeria, Ruanda, Santo Tomé y Príncipe, Senegal, Sierra Leona, Tanzania, Uganda y Zambia, por un importe total superior a los 62.200 millones de dólares.

### 5.3.3 EL CLUB DE LONDRES

El Club de Londres constituye otro foro de renegociación de deudas, en este caso contraídas con la banca privada. Se trata de un grupo informal de acreedores privados, que se reunió por primera vez en Londres en 1976. En cada caso, lo habitual es que sea el banco frente al que el deudor se encuentra más endeudado el que se encargue de convocar y dirigir las reuniones. Funciona de manera similar al Club de París, pero es independiente de éste en cuanto a su calendario de reuniones y los resultados de las renegociaciones.

### 5.3.4 SOLUCIONES JUDICIALES

Otra fórmula que ha sido utilizada, si bien en contadas ocasiones, por algunos acreedores no miembros del Club de París para la recuperación de sus deudas es la venta a descuento de la deuda vencida e impagada a determinados fondos especializados en la compra a descuento de la deuda (*vulture funds*) y la posterior obtención del pago de la misma por su importe íntegro, tras un proceso de litigación ante los tribunales competentes, en general situados en Estados Unidos<sup>29</sup>. Esta práctica ha sido rotundamente condenada por el Club de París, las IFIs y las ONGs en general, porque rompe con el principio de solidaridad y comparabilidad de trato del Club y, sobre todo, porque no tiene en consideración las circunstancias del país deudor, que podría necesitar alivio financiero bajo alguna de las fórmulas establecidas, como la iniciativa HIPC.

Dos casos muy sonados de venta a descuento de deuda y litigación en los tribunales para su recobro fueron los de Perú y Zambia. En el caso de Perú, el *hedge fund* norteamericano Elliott Associates adquirió en 1996 deuda impagada de Perú por 11,8 millones de dólares. Tras litigar en los tribunales durante cuatro años, forzó el pago de la deuda por el gobierno peruano por importe de 56 millones de dólares. En el caso de Zambia, país elegible para la iniciativa HIPC, el fondo de origen norteamericano Donegal International adquirió a Rumanía (acreedor original) deuda comercial de Zambia por un precio de 3,28 millones de dólares, reclamando posteriormente ante el tribunal del caso el pago de 55 millones de dólares por esa misma deuda. El 15 de febrero de 2007, el tribunal falló a favor de Donegal International, aunque rebajó sustancialmente, hasta 15,7 millones de dólares, la cifra exigida a Zambia.

---

<sup>29</sup> Zambia había obtenido un préstamo comercial de Rumania en 1979 para la adquisición de maquinaria agrícola. Como el deudor no podía hacer frente a la deuda, negoció con el acreedor en 1999 la liquidación de la misma por un importe de 3 millones de dólares. Antes de que fuese firmado el acuerdo, Rumania vendió la deuda a Donegal International por 3,28 millones de dólares.

De acuerdo con un reciente informe del FMI, se encuentran en los tribunales casos parecidos al de Zambia y Perú por un importe total de 1.800 millones de dólares, correspondientes a deudas de países en los que la renta per cápita es inferior a 365 dólares. Sólo en 2006 se presentaron ante los tribunales ocho expedientes de reclamación de deudas. De los 24 países que han obtenido cancelaciones de deuda en virtud de la Iniciativa HIPC, 11 han sido el objeto de las acciones legales de acreedores privados. Los tribunales han emitido sentencias de reclamación de deudas en estos países por un importe cercano a los 1.000 millones de dólares.

#### 5.3.5 LAS AUTOSOLUCIONES

Por último, cabe hablar de “autosoluciones”, o políticas aplicadas autónomamente por algunos países para salir de la crisis sin la tutela o ayuda de instituciones como el FMI o el Club de París. Un ejemplo reciente de este tipo de comportamiento es Argentina, que ha venido rechazando la tutela del FMI para llevar a cabo un programa de ajuste tras la crisis de 2001. De hecho, el gobierno argentino prepagó en diciembre de 2005 con cargo a sus reservas exteriores toda la deuda pendiente con este organismo, por importe de 9.500 millones de dólares, con objeto de prescindir de la condicionalidad aparejada a dicha deuda. Este prepago suscitó lógicas reacciones de protesta por parte de la comunidad de acreedores internacionales (bonistas privados y acreedores del Club de París)<sup>30</sup>, a los que Argentina aún debe ingentes sumas de dinero.

Otros países que no han recurrido al FMI para resolver sus crisis recientes de pagos son Cuba y Corea del Norte. Angola, en situación de impago con sus acreedores internacionales durante largos años, ha saldado parcialmente sus atrasos con los acreedores oficiales bilaterales del Club de París, estando pendiente la liquidación final de los impagos. Podría alcanzarse un acuerdo sobre los mismos en breve.

---

**30.** Argentina se encuentra en su quinto año consecutivo de alto crecimiento económico, aunque éste podría revelarse insostenible, dada la alta tasa de inflación, el desbordamiento creciente del gasto público y la escasa confianza inversora, que podrían dejar al país en una situación crítica en caso de que cambiase el signo del ciclo alcista actual de los mercados internacionales de materias primas.

## 6 La prevención del riesgo-país

En este apartado, y sin ánimo de exhaustividad, se apuntarán las principales políticas que pueden tener como resultado una disminución del riesgo-país para deudores y acreedores, a la vista de la experiencia y lecciones aprendidas de las crisis a lo largo de la historia.

### 6.1 Los deudores

#### 6.1.1 CONTROL DE LA INFLACIÓN

En el área de las políticas macroeconómicas, un primer aspecto que los países deben tener bajo control es la tasa de inflación y las expectativas inflacionarias. La inflación reduce la competitividad exterior, y obliga tarde o temprano a devaluaciones de la moneda, que encarecen la deuda externa y alimentan la desconfianza de los inversores sobre la capacidad de pago de la misma. Por fortuna, ésta es una lección que la mayoría de los gobiernos han aprendido hace largo tiempo, lo que se ha reflejado en unas tasas de inflación que se mueven en su mayoría en el campo de un solo dígito, y en unas políticas monetarias, articuladas en muchos casos en torno al establecimiento de objetivos de inflación, que se han revelado más eficaces que en el pasado en la reducción de las tasas y expectativas de inflación. Así, si durante la década de 1989-1998 la tasa media de inflación de los países en desarrollo y emergentes fue del 50,3%, en la década de 1999-2008 había bajado a un promedio del 6,2%. En 2006 fue del 5,3%<sup>31</sup>.

#### 6.1.2 LIMITACIÓN DEL ENDEUDAMIENTO EXTERNO

La limitación del endeudamiento externo constituye una recomendación evidente en materia de reducción del riesgo-país. El endeudamiento exterior ha disminuido considerablemente en los últimos años. Si en 1999 la ratio de deuda externa sobre el PIB de los países en desarrollo y emergentes era del 42%, en 2006 se había reducido al 25,3%<sup>32</sup>.

El endeudamiento exterior puede tener origen en el sector público, privado o ambos. La limitación del endeudamiento exterior público debe provenir del mantenimiento del equilibrio de las cuentas públicas. Se han registrado avances en este terreno en los últimos años, pues si en 1999 el déficit de la administración central de los países emergentes y en desarrollo alcanzaba el 3,8% del PIB, en 2006 se había reducido al 0,4% del PIB<sup>33</sup>. El riesgo en este campo radica en que la mayoría de los países en desarrollo no pueden financiar sus déficit fiscales en moneda local, ya sea en el mercado doméstico, que se encuentra por lo general poco desarrollado, ya sea en los mercados internacionales, donde la moneda nacional no es aceptada. De ahí que deban recurrir a los mercados exteriores en moneda extranjera, generando deuda externa. En aras del equilibrio del sector exterior a largo plazo, la deuda debería, al menos, servir para financiar inversiones que tengan potencial de generación de ingresos en divisas para atender al pago de la deuda, como las inversiones en sectores exportadores y en infraestructura, que incrementan el atractivo del país para la inversión extranjera directa (IED).

En cuanto al endeudamiento externo privado, éste se produce con frecuencia por la falta de desarrollo de mercados crediticios domésticos que ofrezcan los productos requeridos por las empresas. En el caso del sector bancario doméstico, los riesgos de la deuda pueden proceder de la falta de equilibrio (*mismatch*) entre los pasivos y los activos en moneda extranjera, pues si los primeros superan a los segundos y se produce una

31. IMF World Economic Outlook April 2007.

32. *Ibidem*.

33. *Ibidem*.

devaluación, el balance de los bancos sufrirá, sobre todo si detentan un volumen apreciable de pasivos exigibles a corto plazo en moneda extranjera, como ocurrió durante la crisis asiática de finales de los 90.

La limitación del endeudamiento externo es especialmente necesaria cuando el país tiene establecido un sistema de caja de conversión o *currency board*<sup>34</sup>. La crisis argentina de 2001 demostró que el abandono brusco de dicho sistema agudizó la crisis de pagos y generó unas pérdidas considerables. Los países que se planteen adoptar este tipo de sistemas monetarios, entre los que se incluyen los del tipo *crawling-peg*<sup>35</sup>, sólo deben hacerlo tras un análisis en profundidad de la sostenibilidad de su deuda externa, ya que estos sistemas cambiarios no permiten ajustar el tipo de cambio para mitigar los desequilibrios externos de la economía.

Los estudiosos de las crisis financieras se refieren a la incapacidad de los países de endeudarse en el exterior en moneda nacional como el “pecado original”<sup>36</sup>, que se encuentra en la base de muchas de las crisis de pagos a lo largo de la historia, derivadas de una acumulación excesiva de deuda externa, unida a episodios de devaluación y automático encarecimiento de la deuda<sup>37</sup>. Las recetas para evitar los problemas derivados del “pecado original” son el mantenimiento de un cierto equilibrio de ingresos y gastos públicos, junto con el desarrollo de un mercado de bonos en moneda local, que permita reducir la dependencia y vulnerabilidad externa de los países. Los únicos países que están “libres” del pecado original son los emisores de las cinco monedas principales -dólar USA, euro, yen, libra esterlina y franco suizo-.

El desarrollo de un mercado financiero local constituye una tarea que no está al alcance de todos los países. El principal obstáculo es la falta de ahorro doméstico, que se da en países pobres, con baja renta per cápita, lo que determina un escaso sustrato de ahorradores e inversores en productos financieros en moneda nacional. Incluso cuando los países disponen de un sector financiero de tamaño aceptable, con frecuencia sólo existe oferta de crédito a plazos muy cortos y con un coste considerable, por una intermediación financiera ineficiente.

En los últimos años, se ha producido un desarrollo notable de los mercados domésticos de bonos en los países emergentes. Según el FMI<sup>38</sup>, en los países emergentes de Asia los mercados de bonos de empresas (*corporate*) representaron el 7,1% del PIB en 2004, frente al 4,3% en 1997. En Latinoamérica el porcentaje pasó del 1% al 2,8% en ese mismo periodo. Algunos países donde se ha producido un desarrollo significativo del mercado local de bonos *corporate* son Chile y Tailandia. Por el contrario, a Brasil, China e India les queda todavía un trecho que recorrer en este campo.

---

**34.** Una caja de conversión (*currency board*) es un sistema monetario consistente en la vinculación de la moneda local a otra moneda, por lo general vehicular, a través de un tipo de cambio fijo. Los países con caja de conversión sólo pueden emitir moneda nacional cuando ésta se encuentra plenamente respaldada por reservas exteriores. De ahí que los países que adoptan este sistema monetario se beneficien de una inmediata estabilidad de precios, aunque a cambio deban renunciar a mantener una política monetaria y cambiaria autónoma. Ello les hace en extremo dependientes de la economía de la moneda vehicular escogida. Actualmente, los países con una caja de conversión en vigor son Bermuda, Brunei, Bosnia, Bulgaria, Islas Caimán, Djibouti, Estonia, Islas Malvinas, Islas Faroe, Gibraltar, Hong Kong, Lituania y Macao.

**35.** El *crawling peg* es un mecanismo de ajuste del tipo de cambio (apreciación o depreciación) mediante pequeños porcentajes de variación durante un periodo establecido.

**36.** El concepto de “pecado original” aplicado a las crisis financieras fue introducido por Barry Eichengreen y Ricardo Hausmann a finales de los 90, a raíz del estudio de la crisis asiática.

**37.** Según Barry Eichengreen, Ricardo Hausmann y Ugo Panizza (“Original Sin: The Pain, the Mystery, and the Road to Redemption”. November 2002. Inter-American Development Bank, Washington, D.C.), la solución a los problemas creados por el “pecado original” proviene no solamente del fortalecimiento de las políticas e instituciones nacionales sino también de la superación de los obstáculos existentes para la aceptación por la comunidad financiera internacional de un mayor número de monedas vehiculares.

**38.** IMF Global Financial Stability Report, September 2005.

El mercado local de bonos soberanos también ha registrado un aumento de su desarrollo en los últimos años. Entre 1996 y 2004, se asistió a un aumento de 9 puntos porcentuales en la proporción de emisiones en moneda local, hasta alcanzar el 82% del total, con la consiguiente disminución del riesgo de tipo de cambio para el emisor. La reducción de la proporción de emisiones en moneda extranjera se debió en parte a las operaciones de recompra de bonos, sobre todo de bonos Brady (caso de Brasil, Colombia, Venezuela y Turquía). La mayor reducción en la proporción de deuda en moneda extranjera se produjo en Tailandia (62 puntos porcentuales), México (42 puntos porcentuales) y Hungría (20 puntos porcentuales).

La evolución descrita ha sido en parte posible por la ampliación de la base inversora internacional de los últimos años, que ha dirigido su interés hacia los bonos de países emergentes en moneda local. La ventaja para el emisor de la financiación de la deuda soberana por esta vía es que transfiere el riesgo de cambio al inversor extranjero, además de que para el emisor es más fácil el pago del servicio de la deuda en moneda local que en divisas. Sin embargo estas transacciones también comportan para el emisor un riesgo importante, cual es el de la salida brusca, en respuesta a alguna noticia o acontecimiento adverso, de los capitales extranjeros invertidos, con el consiguiente impacto negativo sobre el tipo de cambio y los mercados de capitales.

En cuanto a la distribución del mercado local entre los distintos tipos de instrumentos, en 2004 el valor de los títulos vivos totales de los países emergentes (bonos soberanos, bonos de instituciones financieras y bonos de empresas) representó el 38,1% del PIB, frente al 140,2% en el caso de los países desarrollados. En cambio, el crédito bancario supuso el 65,2% del PIB en los países emergentes, frente al 76,8% en los países desarrollados. Se deduce que los mercados de bonos en los países emergentes tienen todavía un enorme potencial de desarrollo, frente a unos mercados crediticios bancarios cuyo nivel de desarrollo se acerca sensiblemente más al de los países financieramente maduros.

#### 6.1.3 MEJORA DEL PERFIL DE LA DEUDA EXTERNA

Además de limitar la cuantía del endeudamiento externo, los países endeudados deben procurar el logro de un perfil adecuado de dicho endeudamiento, en términos de coste y plazo. El alargamiento de los plazos de emisión permite reducir el riesgo de renovación (*roll-over*) del crédito, que es el riesgo de que llegado el vencimiento el deudor no pueda suscribir nueva deuda para amortizar la anterior, o sólo pueda hacerlo a precios muy elevados. Los países emergentes han logrado en los últimos años un alargamiento del plazo de la deuda soberana, desde los 8 años en promedio en 2001 a 13 años en 2005<sup>39</sup>. En cuanto a la elección entre tipos de interés fijos o variables, en épocas de tipos bajos resulta ventajosa la contratación de deuda a tipos de interés fijos. En cualquier caso, los tipos fijos permiten reducir la incertidumbre, facilitando la presupuestación del servicio de la deuda. En los últimos años se ha percibido un aumento de la deuda contratada a tipos de interés fijos. En Latinoamérica se ha producido en términos relativos un mayor número de emisiones a tipo variable, mientras que en Asia se ha dado la situación inversa, con excepción de Indonesia<sup>40</sup>.

#### 6.1.4 MANTENIMIENTO DE UN NIVEL ADECUADO DE RESERVAS EXTERIORES

Dos son los principales objetivos del mantenimiento de reservas exteriores. En primer lugar se trata de dotar a los bancos centrales de un medio para proteger al tipo de cambio de una volatilidad excesiva. En segundo lugar, las reservas son mantenidas por el motivo precaución, para atender a pagos exteriores en caso de que se interrumpa temporalmente el flujo de ingresos exteriores. En el caso de los países emergentes endeudados, el mantenimiento de

---

<sup>39</sup>. IMF Global Financial Stability Report, April 2006.

<sup>40</sup>. *Ibidem*.



unas reservas relativamente abultadas se valora favorablemente por los mercados y las agencias de *rating*, porque se considera una garantía de pago de la deuda externa y de corrección, o al menos suavización, de posibles ataques especulativos contra la moneda. En la práctica, muchos países utilizan, y han utilizado a lo largo de la historia, las reservas para mantener la fijeza, o cuasi fijeza, de los tipos de cambio, con objeto de no perder competitividad exterior. En los países desarrollados ha disminuido la necesidad de mantenimiento de reservas por el motivo precaución, dada la flexibilidad de los tipos de cambio y la fortaleza de las políticas macroeconómicas.

Se considera actualmente que el nivel óptimo de reservas es aquél que cumple dos condiciones: cobertura del 100% de la deuda a corto plazo (regla de Greenspan-Guidotti) y equivalencia a 3-4 meses de importaciones. Esta última condición es especialmente importante en países pobres, que están frecuentemente expuestos a vaivenes en sus ingresos por exportación y carecen de acceso a los mercados de capitales. Unas reservas por debajo de los niveles reseñados puede causar desconfianza en los inversores, con la consiguiente repercusión negativa en el *spread* de la deuda y el *rating* soberano. Por ejemplo, Corea del Sur detentaba en junio de 1997, justo antes de la crisis asiática, reservas equivalentes a tan sólo un tercio de su deuda externa a corto plazo. Actualmente este país mantiene reservas que representan el 200% de su deuda a corto plazo.

El mantenimiento de un volumen importante de reservas también acarrea algunos costes, a saber:

⇒ Costes de esterilización

La esterilización<sup>41</sup> produce costes fiscales si el tipo de interés del mercado doméstico supera el rendimiento de las reservas exteriores. Además, si los títulos de deuda deben competir con otros títulos en los mercados en un entorno de baja liquidez, la esterilización conducirá a una elevación del tipo de interés, lo que a su vez atraerá capitales adicionales del exterior en busca de mayores rendimientos, lo que llevará a mayores necesidades de esterilización, y así sucesivamente. Esta espiral da lugar a la denominada “tríada incompatible” (*impossible trinity* o *policy trilemma*), que expresa la imposibilidad de mantener simultáneamente unos tipos de cambio fijos y una política monetaria autónoma en un contexto de libertad de movimientos de capital. Sin embargo, cuando la liquidez del sistema es elevada, cuando la economía no ha alcanzado su nivel de crecimiento potencial y no existe libertad de movimientos de capital, la esterilización puede ser eficaz para lograr sus objetivos<sup>42</sup>.

⇒ Costes de oportunidad

Los posibles usos alternativos de las reservas exteriores pueden proporcionar un rendimiento a largo plazo superior al obtenido por la colocación de aquéllas en depósitos o títulos a corto plazo. Entre estos usos alternativos puede mencionarse, a título de ejemplo el prepago de la deuda externa o el gasto público en infraestructuras, sanidad o educación.

⇒ Costes de valoración

Cuando las reservas exteriores pierden valor respecto a la moneda local (por apreciación de ésta), el banco central registrará pérdidas por minusvalías en su balance.

---

<sup>41</sup>. Por esterilización se entiende la neutralización del impacto monetario expansivo del aumento de reservas por vía de drenaje de liquidez mediante colocación de títulos de deuda pública en el mercado doméstico.

<sup>42</sup>. La China actual es un ejemplo de país que esteriliza anualmente un volumen destacado del incremento de reservas (en torno al 40-60%) con resultados aceptables, por la considerable aceptación de títulos públicos por parte del sistema bancario, la capacidad ociosa en muchos sectores de la economía y la falta de libertad plena de los movimientos de capital.

⇒ Otros costes

Si las reservas generan una falsa sensación de seguridad frente a las crisis, puede verse disminuido el incentivo para introducir reformas necesarias en la economía.

Actualmente muchos países emergentes, como China, Rusia, Corea del Sur, India, Brasil y Singapur, han acumulado reservas muy por encima de lo exigido según los criterios anteriormente mencionados. Algunos países están utilizando parte de sus reservas para crear, o ampliar, fondos de reserva soberanos (*Sovereign Wealth Funds* – SWF) con el fin de diversificar la cartera de activos exteriores en títulos a mayor plazo y con mayor rendimiento. Algunos SWF tienen además el carácter de Fondo de estabilización de los ingresos petrolíferos. Los SWF gestionan más de 2,5 billones de dólares. Algunos de estos fondos han existido desde hace varias décadas. La novedad es su reciente crecimiento espectacular y el tamaño de sus inversiones internacionales. Ejemplos de SWF son el Petroleum Fund (Noruega), China Investment Corporation (China), el recientemente constituido Emirates Investment Authority – EIA (Emiratos Árabes Unidos), Abu Dhabi Investment Authority (Abu Dhabi – Emiratos Árabes Unidos), Temasek Holdings y GIC (ambos de Singapur).

El FMI está elaborando, con la colaboración de Noruega, Singapur y Abu Dhabi, un código de conducta voluntario de los SWF, que podría incluir recomendaciones sobre el buen gobierno y la transparencia en la actuación de dichos fondos. Este código podría estar preparado en los próximos meses. La OCDE, por su parte, está analizando las políticas que los países receptores de las inversiones de los SWF podrían adoptar para minimizar los potenciales riesgos de las inversiones de los SWF, sin imponer restricciones innecesarias a los movimientos de capitales.

**Tabla 7. Ratios de reservas exteriores de algunos países emergentes, 2005**

	Reservas/Deuda a Corto Plazo	Reservas/Meses Importaciones
<b>Ratios recomendadas</b>	<b>1,00</b>	<b>3,00</b>
China	11,58	15,72
Taiwán	5,95	15,65
Corea del Sur	2,63	7,93
Rusia	4,43	16,40
India	4,29	13,17
México	2,71	3,78
Malasia	3,09	7,49

Fuente: FMI.

**Tabla 8. Principales SWFs a 31 de diciembre de 2006**

<b>País</b>	<b>Año de creación</b>	<b>Activos gestionados</b> (en m.m. de dólares)
Emiratos Árabes Unidos	1976	688
Noruega	1990	316
Singapur (GIC)	1981	215
Kuwait	1976	174
Rusia	2004	122
Singapur (Temasek)	1974	108
China	2003	66
Qatar	2005	50
Argelia	2000	43
Estados Unidos (Alaska)	1976	40
Kuwait	1961	39

Fuentes: OCDE y Peterson Institute for International Economics (agosto 2007)

#### 6.1.5 MEJORA DE LA CULTURA DE PAGO DE LA DEUDA EXTERNA

Algunos países emergentes con capacidad de pago de su deuda externa soberana tienen una deficiente cultura de pago<sup>43</sup>. La cultura de impago de la deuda externa se da con frecuencia en países institucionalmente frágiles, con estructuras democráticas imperfectas y una escasa seguridad jurídica, que no incluyen entre sus costumbres y tradiciones el fiel cumplimiento de los contratos. En algunos países, el insuficiente arraigo del sistema democrático impulsa a sus gobiernos a no reconocer como legales las deudas contraídas por los gobiernos predecesores, y en ocasiones exhiben ante sus ciudadanos el impago de la deuda como forma de ganar popularidad.

La morosidad en el pago de la deuda externa perjudica las cuentas estatales porque produce un aumento de los *spreads* de la deuda soberana, y merma o anula la capacidad de acceso del país a los mercados internacionales de capitales.

#### 6.1.6 LIBERALIZACIÓN GRADUAL DE LA CUENTA DE CAPITALES A CORTO PLAZO

Una recomendación muy extendida actualmente es que los países emergentes eviten captar flujos voluminosos de capitales del exterior a corto plazo (*hot money*) antes de que sus entidades financieras, mercados de cambios y de capitales estén lo suficientemente desarrollados (en términos de profundidad y liquidez) y supervisados, con el fin de prevenir la ocurrencia de fenómenos de huida súbita de capitales del país y que éstos tengan un impacto desmesurado en el tipo de cambio, que pueda provocar una crisis de pagos.

El propio FMI ha reconocido que la prematura liberalización de la cuenta de capitales en un gran número de países ha podido estar relacionada con crisis de pagos exteriores. Ya

---

<sup>43</sup>. No se debe confundir la cultura de *impago* de la deuda con la cultura de *pago tardío* de la deuda. La cultura de pago tardío puede darse no solamente en países en desarrollo, sino también en algunos países desarrollados de primera fila.

en abril de 1997 el entonces Comité Interino del FMI<sup>44</sup> consideró favorablemente una modificación de los estatutos del organismo, en el sentido de autorizarle a formular recomendaciones de liberalización gradual (*orderly liberalization*) de la cuenta de capitales. Los autores Eichengreen y Mussa<sup>45</sup> han recomendado que la liberalización financiera se acometa gradualmente, conforme el país vaya poniendo en práctica las políticas necesarias para limitar los posibles costes de dicha liberalización, como políticas macroeconómicas prudentes y políticas financieras adecuadas, que promuevan una gestión de riesgos eficaz por parte de los agentes, una regulación ajustada a las exigencias de un sistema financiero moderno (normas contables, auditoras, de transparencia y de buen gobierno de las entidades financieras), una adecuada supervisión financiera y, en caso necesario, unas medidas disuasorias de los movimientos de capital a corto plazo basadas, no en prohibiciones directas, sino en mecanismos más afines al mercado (como los impuestos de pequeña magnitud sobre los flujos a corto plazo –caso de Chile o Colombia-).

#### 6.1.7 SUPERVISIÓN ADECUADA DE LA SOLVENCIA DEL SECTOR BANCARIO

Ya ha sido objeto de comentario en el anterior apartado la necesidad de que los países se doten de adecuados sistemas de supervisión y de regulaciones prudenciales del sistema bancario, con objeto de evitar las crisis de confianza entre los inversores derivadas de la percepción de un sistema bancario insolvente.

La crisis asiática de 1997 se debió en buena parte a la insolvencia del sistema financiero de los países. En los países afectados por esta crisis, la supervisión bancaria era deficiente y los coeficientes de garantía y de solvencia eran menos exigentes que en los países occidentales. Además, en algunos países los bancos elegían a sus clientes con arreglo a un opaco entramado de conexiones políticas y personales, y no de acuerdo con los perfiles objetivos de riesgo. Por ejemplo, en 1997 en Tailandia, país donde se inició la crisis, los préstamos de mala calidad representaban el 43% del crédito total. Diez años después habían caído al 8%.

#### 6.1.8 COLABORACIÓN CON LAS IFIs PARA UNA PRONTA SALIDA DE LAS CRISIS

Cuando ya se ha anticipado o instalado una crisis de pagos de la deuda externa, el curso de acción más recomendable para el deudor es aceptar con prontitud la tutela de los organismos internacionales, sobre todo el FMI, que servirá de fuente de financiación y de catalizador de otros flujos financieros. La acción conjunta del FMI y del gobierno deudor puede contribuir a prevenir males mayores, como una fuerte devaluación o un aumento considerable del tipo de interés de la deuda, en respuesta a la incertidumbre y pánico de los inversores.

En particular, la colaboración con el FMI es imprescindible para la renegociación de la deuda en el Club de París. Si se trata de un país de tipo HIPC, el cumplimiento escalonado de los programas de ajuste establecidos por el FMI le abrirá al país, una vez alcanzado el llamado Punto de Culminación o *Completion Point*<sup>46</sup>, las puertas a la condonación de su

---

**44.** El Comité Interino del FMI, o *Interim Committee* (abreviatura de *Interim Committee of the Board of Governors on the International Monetary System*) pasó a denominarse *International Monetary and Financial Committee* (IMFC) en septiembre de 1999.

**45.** Véase Barry Eichengreen y Michael Mussa, "Capital Account Liberalization: Theoretical and Practical Aspects", IMF Occasional Paper 172.

**46.** El Punto de Culminación es la fecha en que el país recibe la mayor parte de la asistencia en el marco de la Iniciativa HIPC, que se concreta en la condonación efectiva del *stock* de deuda en el porcentaje adecuado para asegurar los ratios de sostenibilidad de deuda.

deuda oficial bilateral por los acreedores del Club de París y, posteriormente, de la deuda contraída con las IFIs (FMI, Banco Mundial y BID) a través de la iniciativa MDRI (Multilateral Debt Reduction Initiative).

#### 6.1.9 DIVERSIFICACIÓN DE LAS EXPORTACIONES

La concentración de la exportación en un reducido número de productos o servicios genera vulnerabilidad a las variaciones de sus precios. Cuando éstos caen, la balanza por cuenta corriente se resiente y el país se ve obligado a restringir sus importaciones -lo que puede disminuir sus posibilidades de crecimiento- y a solicitar alivio financiero de la comunidad internacional.

Los países que sufren una significativa concentración de sus exportaciones en unos pocos productos mantienen con frecuencia un Fondo de Estabilización, que se nutre, en épocas de altos precios, de un porcentaje predeterminado de los ingresos por exportación y que, por el contrario, se puede desdotar en los periodos de bajos precios, con objeto de dar estabilidad a los ingresos exteriores. La constitución de Fondos de Estabilización es por lo general bien recibida por los analistas de riesgo-país y las agencias de *rating*. Algunos países que mantienen Fondos de Estabilización son Noruega, Rusia, Chile, Venezuela, Omán y Kuwait.

#### 6.1.10 PROMOCIÓN DE LA INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA

La inversión extranjera directa (IED) no tiene los inconvenientes de la volatilidad a corto plazo de otros componentes de la cuenta de capital. Permite contribuir a financiar los pagos exteriores mediante la captación de pasivos con un reducido grado de exigibilidad y liquidez. Además la IED puede servir para promover las exportaciones, la transferencia de tecnología, la creación de empleo, y la mejora de las técnicas de gestión empresarial.

Para atraer inversiones extranjeras, los países deben ante todo poner en práctica políticas macroeconómicas prudentes, mejorar las infraestructuras e impulsar un buen clima de negocios, lo que pasa necesariamente por introducir unos niveles aceptables de seguridad jurídica. También puede ayudar a captar inversiones la firma de acuerdos internacionales de promoción y protección de inversiones (APPRI) y convenios sobre doble imposición.

## 6.2 Los acreedores

### 6.2.1 ANÁLISIS DEL RIESGO

Los acreedores o inversores que se dispongan a prestar fondos en países emergentes deben hacer acopio de la máxima cantidad posible de información sobre el país donde radica el deudor, y adoptar decisiones basadas en un análisis riguroso de los riesgos. Esta recomendación con frecuencia es olvidada por los acreedores internacionales, como ha quedado demostrado en las pasadas crisis. El comportamiento irracional “en manada” de los inversores ha sido profusamente estudiado<sup>47</sup>. Este comportamiento consiste en la toma de decisiones por imitación o contagio de otros inversores, lo que conduce a precios que no son

---

<sup>47</sup> Robert Shiller ha sido un destacado investigador de los comportamientos irracionales de los inversores en los mercados financieros. En 1981, publicó un artículo titulado “Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends?”, en el que ponía en cuestión la teoría de los mercados eficientes. Más recientemente (2000), publicó el libro titulado “Irrational Exuberance”, que fue un best-seller, sobre la burbuja tecnológica de finales de los 90.

los de equilibrio en situaciones de comportamiento racional, y a episodios de burbujas y de *crash* de los mercados.

#### 6.2.2 UTILIZACIÓN DE TÉCNICAS DE REDUCCIÓN O ELIMINACIÓN DE RIESGOS

El acreedor o inversor en países con un nivel apreciable de riesgo-país puede optar por utilizar las posibilidades que ofrece el mercado para reducir o eliminar la exposición al riesgo, destacando los derivados financieros, los seguros de crédito, y otras garantías reales o personales.

- ⇒ Ejemplo de derivado financiero que permite reducir la exposición al riesgo es el *Credit Default Swap*, que ya ha sido objeto de comentario en un párrafo anterior de este informe.
- ⇒ En el campo del seguro de crédito, es preciso resaltar el papel ejercido por las ECAs como suministradoras de seguro de crédito. Sobre estas entidades ya se han realizado comentarios en apartados anteriores de este informe. En el caso español, CESCE ofrece seguro de crédito para operaciones de exportación o de inversión española directa en el exterior. A cambio de percibir una prima anual, CESCE se compromete a indemnizar al asegurado, habitualmente una entidad de crédito -o un inversor en el caso del seguro de inversiones-, en caso de que el deudor no honre sus obligaciones. A partir de que se produce el siniestro, la compañía aseguradora asume la gestión del recobro del crédito impagado. En función del nivel de riesgo-país (o “riesgo político”, en la terminología de la compañía), CESCE mantiene diferentes políticas de cobertura. En países en suspensión de pagos (*default*), la compañía normalmente mantiene la cobertura cerrada. En el resto, la política de cobertura dependerá del riesgo político del país, el tipo de operación, el historial de pagos del deudor y otros elementos que puedan afectar al riesgo.
- ⇒ Las ECAs no son las únicas entidades que ofrecen seguro de crédito. Actualmente, diversas compañías de seguros ofrecen seguro de crédito para riesgos políticos, como ya se ha comentado en párrafos anteriores.
- ⇒ Entre las restantes garantías que pueden obtenerse para reducir el riesgo-país, destacan las derivadas de la “estructuración” de las operaciones, de forma que gocen de garantías más o menos implícitas. Un ejemplo de operación estructurada es aquella en la que el prestatario garantiza el reembolso de la deuda al acreedor poniendo contractualmente a su disposición en una cuenta *escrow*<sup>48</sup> los fondos en divisas procedentes de un contrato de suministro (de petróleo, por ejemplo) entre el deudor y un tercero.

#### 6.2.3 AUMENTO DE LA COLABORACIÓN ENTRE DEUDORES Y ACREEDORES

Los acreedores pueden tratar de obtener en el contrato de emisión de los bonos que pretendan suscribir cláusulas que faciliten la renegociación o reestructuración de la deuda en caso de que el deudor comience a registrar dificultades de pago. Entre estas cláusulas, destacan las denominadas cláusulas de acción colectiva (*Collective Action Clauses -CAC*)<sup>49</sup>,

---

**48.** La cuenta *escrow* (a veces también denominada “cuenta-secuestro”) deriva de un acuerdo entre el titular de la cuenta y su agente *escrow*, en virtud del cual el titular transfiere a dicha cuenta fondos o activos, de los que únicamente se podrá disponer para el pago de determinadas deudas entre el titular y un tercer agente económico, una vez el agente fiduciario compruebe que se han cumplido determinadas condiciones.

**49.** Véase Requeijo, J.: Anatomía de las crisis financieras, McGraw Hill, 2006.

introducidas en 2003 en los contratos de emisión internacional de bonos de mercados emergentes bajo la jurisdicción de Nueva York, tras la emisión por México de bonos por importe de 1.000 millones de dólares<sup>50</sup>. Las CAC permiten la reestructuración de la deuda si así lo decide una amplia mayoría de los acreedores. Además, estas cláusulas establecen la forma de colaboración entre acreedores y deudores en caso de reestructuración. Salvo dos únicas excepciones, todos los bonos soberanos emitidos bajo las leyes del estado de Nueva York desde 2003 han incluido CACs en sus contratos de emisión. A 23 de enero de 2006, el 57% del *stock* vivo de bonos soberanos de países emergentes incluía CACs.

Otra opción del mercado para facilitar la colaboración entre acreedores y deudores es la propuesta del Institute of International Finance –IIF<sup>51</sup>, de noviembre de 2004, sobre *Principles for Stable Capital Flows and Fair Debt Restructuring in Emerging Markets*, a la que se encuentran adheridos 30 países emergentes (entre ellos Brasil, Corea, Filipinas, Indonesia, Marruecos, México, Perú, República Dominicana y Turquía), así como destacados miembros de IIF y de ICMA (*International Capital Market Association*). Los *Principles* están concebidos como un complemento, y no un sustituto, de las cláusulas de acción colectiva. Constituyen una propuesta conjunta de algunos destacados emisores de deuda internacional soberana (Brasil, Corea del Sur, México y Turquía) y relevantes entidades de crédito privadas, para establecer un marco de actuación de colaboración mutua de deudores y acreedores, con la finalidad de prevenir las crisis de pagos y, en caso de que éstas ocurran, poder afrontarlas de la manera más eficaz para que su duración y el daño ocasionado sean mínimos. El FMI y el G-7 han expresado su apoyo a los *Principles*.

La colaboración entre deudores y acreedores prevista en los *Principles* se concreta en cuatro áreas:

- ⇒ Transparencia y flujo puntual de información
- ⇒ Diálogo y cooperación entre deudor y acreedor para evitar la reestructuración de la deuda
- ⇒ Actuaciones de buena fe
- ⇒ Trato no discriminatorio entre acreedores.

La gestión de las actuaciones para impulsar la aprobación de los *Principles* corre a cargo de dos órganos:

- ⇒ El *Principles Consultative Group*, en el que participan los emisores e inversores. Se reúne trimestralmente para evaluar la aplicación de los *Principles*.
- ⇒ El *Group of Trustees*, que constituye la guía para la implementación de los *Principles*. Se compone de funcionarios de alto rango de países emergentes y de altos directivos de las finanzas privadas. Copresiden este grupo Jean-Claude Trichet, Presidente del Banco Central Europeo, Henrique Meirelles, Presidente del Banco Central de Brasil, y Toyoo Gyohten, ex-presidente del Banco de Tokio.

---

<sup>50</sup>. Ver IIF, March 2005, *Principles for Stable Capital Flows and Fair Debt Restructuring in Emerging Markets*.

<sup>51</sup>. IIF es una asociación privada global de instituciones financieras nacionales e internacionales, aunque también son miembros grandes empresas multinacionales ECAs y organismos multilaterales. Se creó en 1983 en respuesta a la crisis de la deuda latinoamericana. IIF tiene como objetivo apoyar a la industria financiera en la gestión prudencial de los riesgos, incluida la deuda soberana, el desarrollo de buenas prácticas y estándares y la defensa de políticas económicas, financieras y regulatorias que promuevan la estabilidad financiera global y defiendan los intereses de sus miembros.

## 7 Valoración del riesgo-país en el mundo actual

### 7.1 Panorama global

La economía internacional ha venido disfrutando desde hace algunos años de una etapa de bonanza sin precedentes. Todos los indicadores de liquidez y solvencia han registrado mejoras y el riesgo-país se ha reducido en prácticamente todas las regiones del mundo. Sin embargo, las turbulencias financieras de agosto y septiembre de 2007, junto con otros riesgos de la economía internacional, podrían ralentizar el ritmo de crecimiento de las economías y dar paso a unas perspectivas desfavorables de la economía mundial. A continuación se describirá la situación económica mundial explicando los factores que se encuentran detrás de su evolución reciente, y se expondrán algunos riesgos que suscitan cierta preocupación.

#### 7.1.1 LAS CONDICIONES ECONÓMICAS GLOBALES Y EL RIESGO-PAÍS

Las Tablas 9 y 10 muestran que la economía mundial ha disfrutado en los últimos años de una etapa de expansión, con una tasa de crecimiento prevista para 2007 del 5,2%, acompañada de bajos tipos de interés e inflación, y sustancial crecimiento de los intercambios comerciales. El crecimiento ha sido especialmente acusado en los países emergentes y en desarrollo, donde se prevé que alcance tasas del 8,1% en 2007 y del 7,4% en 2008, según estimaciones recientes del FMI<sup>52</sup>.

**Tabla 9. Crecimiento del comercio, precios materias primas, inflación y tipos interés**

	2005	2006	2007 <sup>a</sup>	2008 <sup>a</sup>
	(en % de variación anual)			
Comercio mundial (bienes y servicios)	7,5	9,2	6,6	6,7
Precios del petróleo <sup>*</sup>	41,3	20,5	6,6	9,5
Precios de otras materias primas <sup>**</sup>	10,3	28,4	12,2	-6,7
Inflación en los países desarrollados	2,3	2,3	2,1	2,0
Inflación en los países emergentes y en desarrollo	5,2	5,1	5,9	5,3

Fuente: FMI. World Economic Outlook, Octubre 2007.

(a) Estimaciones

\* Media simple de precios spot del crudo Brent, Dubai, y *West Texas Intermediate* (WTI).

\*\* Media ponderada por la exportación mundial.

52. FMI, World Economic Outlook, Octubre 2007.



**Tabla 10. Previsiones de crecimiento económico mundial  
(en % anual)**

	2005	2006	2007 <sup>a</sup>	2008 <sup>a</sup>
<b>Mundo</b>	<b>4,8</b>	<b>5,4</b>	<b>5,2</b>	<b>4,8</b>
<b>Países desarrollados</b>	<b>2,5</b>	<b>2,9</b>	<b>2,5</b>	<b>2,2</b>
Estados Unidos	3,1	2,9	1,9	1,9
Zona euro	1,5	2,8	2,5	2,1
Alemania	0,8	2,9	2,4	2,0
Francia	1,7	2,0	1,9	2,0
Italia	0,1	1,9	1,7	1,3
España	3,6	3,9	3,7	2,7
Japón	1,9	2,2	2,0	1,7
Reino Unido	1,8	2,8	3,1	2,3
Canadá	3,1	2,8	2,5	2,3
Otros países desarrollados	3,9	4,4	4,3	3,8
Países desarrollados de Asia	4,7	5,3	4,9	4,4
<b>Países emergentes y en desarrollo</b>	<b>7,5</b>	<b>8,1</b>	<b>8,1</b>	<b>7,4</b>
África	5,6	5,6	5,7	6,5
África Sub-Sahariana	6,0	5,7	6,1	6,8
Europa central y oriental	5,6	6,3	5,8	5,2
CIS *	6,6	7,7	7,8	7,0
Rusia	6,4	6,7	7,0	6,5
CIS excluida Rusia	6,9	9,8	9,4	8,1
Países en desarrollo de Asia	9,2	9,8	9,9	8,8
China	10,4	11,1	11,5	10,0
India	9,0	9,7	8,9	8,4
Oriente Próximo	5,4	5,6	5,9	5,9
Hemisferio Occidental	4,6	5,5	5,0	4,3
Brasil	2,9	3,7	4,4	4,0
México	2,8	4,8	2,9	3,0

Fuente: FMI. World Economic Outlook, Octubre 2007.

(a) Estimaciones

\*Commonwealth of Independent States (Rusia y países de la ex-URSS).

La Tabla 11 muestra para los años 1999 y 2006 algunos indicadores relevantes para el análisis del riesgo-país de los países en desarrollo y emergentes, como los indicadores macroeconómicos (crecimiento, inflación, saldo fiscal, saldo por cuenta corriente), los precios de las materias primas, y los indicadores de deuda y solvencia exterior. El progreso durante el referido periodo de nueve años ha sido generalizado para todos los indicadores mostrados. Han mejorado los saldos fiscales y por cuenta corriente, ha disminuido la inflación y ha aumentado sustancialmente el crecimiento económico. Los flujos no generadores de deuda externa (básicamente inversión directa) han aumentado su participación relativa en los pasivos totales, así como la financiación de bancos y de otros acreedores privados (básicamente bonistas). En cambio ha descendido sustancialmente la financiación de los

acreedores oficiales, tanto bilaterales como multilaterales, merced a los prepagos realizados. La financiación soberana representaba menos de un tercio de la financiación total en abril de 2007, frente a un porcentaje igual o superior al 50% durante todos los años de 1998 a 2005<sup>53</sup>. Ello se ha debido al aumento de las emisiones de empresas privadas al calor de la bonanza de liquidez, el saneamiento de las cuentas públicas y una mayor financiación del sector público en el mercado doméstico de bonos. Al mismo tiempo la variación de reservas exteriores oficiales ha alcanzado la cifra sin precedentes de 612.000 millones de dólares a finales de 2006, en parte porque los países con superávit externo han optado por acumular reservas, frente a otras políticas aplicadas en menor grado, como la plena liberalización de la cuenta de capital o la flexibilización del régimen del tipo de cambio.

**Tabla 11. Algunos indicadores de riesgo-país de mercados en desarrollo y emergentes**

	1999	2006
Crecimiento del PIB real (en %)	4,1	7,9
Tasa de inflación (en %)	10,3	5,3
Saldo Fiscal del gobierno central <sup>a</sup>	-3,8	-0,4
Precios de las materias primas <sup>b</sup>	-7,2	28,4
Saldo por cuenta corriente <sup>c</sup>	-21,2	544,2
Financiación exterior neta <sup>c</sup> de la que:	230,7	785,5
No generadora de deuda externa <sup>d</sup>	184,8	491,0
Generadora de deuda externa <sup>e</sup> :	45,9	294,5
Acreedores oficiales <sup>c</sup>	34,5	-64,5
FMI <sup>c</sup>	-2,4	-30,1
Bancos <sup>c</sup>	-13,0	57,8
Otros acreedores privados <sup>c</sup>	24,3	301,2
Deuda externa total <sup>c</sup>	2.453,0	3.242,9
Deuda externa sobre el PIB (en %)	42,0	26,3
Servicio de la deuda / export. (en %)	8,7	4,4
Incremento anual de reservas exteriores <sup>c</sup>	81,0	612,0

Fuente: FMI. World Economic Outlook. April 2007.

(a) En porcentaje del PIB.

(b) Porcentaje anual de variación, sin petróleo.

(c) En miles de millones de dólares.

(d) Inversión extranjera directa y transferencias de capital, en miles de millones de dólares.

(e) Préstamos y bonos, a corto o largo plazo, en miles de millones de dólares.

En definitiva, en los mercados emergentes y en desarrollo, el riesgo-país se ha visto reducido en los últimos años, merced a la boyante situación de la economía real, liderada por la veloz expansión económica en los denominados BRICs (Brasil, Rusia, India y China), a la que se ha unido un entorno de liquidez<sup>54</sup> abundante sin precedentes, que hasta junio de 2007 había llevado los *spreads* de la deuda soberana emergente a unos bajos niveles récord

**53.** FMI, Global Financial Stability Report, abril 2007

**54.** Por liquidez se entiende la facilidad con la que un activo puede convertirse en dinero sin sufrir pérdidas. Hay tres maneras de observar la liquidez: las condiciones monetarias generales (oferta monetaria, tipos de interés oficiales y precio del crédito); la proporción de tesorería en los balances; y la liquidez de los mercados financieros, esto es, la facilidad con que se pueden comprar o vender valores sin provocar grandes alteraciones de precios. Algunos analistas miden la liquidez a través de la demanda de activos de alto riesgo. A mayor demanda de éstos, mayor liquidez.

(el EMBI Plus cerró a 149 puntos básicos el 1 de junio de 2007, frente a 418 puntos básicos el 31 de diciembre de 2003). Los *spreads* han repuntado desde entonces como consecuencia de las turbulencias del verano de 2007 (el EMBI+ se situaba en 246 puntos básicos el 30 de noviembre de 2007).

Otro reflejo de la reducción del riesgo-país de los países emergentes ha sido la mejora de las calificaciones de deuda soberana a largo plazo en moneda extranjera por parte de las agencias de *rating*, que han efectuado un número considerablemente mayor de mejoras que de rebajas de dichas calificaciones. En los últimos cinco años, el número de mejoras de *rating* soberano ha superado ampliamente al de rebajas. En 2006, las mejoras representaron el 72,7% del total de los cambios de *rating* de ese año y las rebajas tan sólo el 12,9% de ese total. En los once primeros meses de 2007, las tres principales agencias habían publicado cincuenta y nueve cambios de *rating*, de los que cincuenta habían sido mejoras y nueve habían sido rebajas<sup>55</sup>. Se prevé que las mejoras sigan superando a corto plazo a las rebajas de *rating*, ya que el número de países cuyo *rating* tenía perspectiva positiva<sup>56</sup> casi quintuplicaba al de países con perspectiva negativa.

Las razones para la progresión favorable de los indicadores de riesgo-país de los países emergentes son de doble naturaleza. En primer lugar, hay que señalar la mejora del comportamiento de sus principales parámetros macroeconómicos (los fundamentales), principalmente la tasa de crecimiento, el saldo de la balanza por cuenta corriente, las reservas exteriores, la ratio de deuda externa sobre exportaciones y la ratio de deuda pública sobre el PIB. Esta mejora se debe tanto a la puesta en práctica de unas políticas macroeconómicas y financieras prudentes (políticas fiscal, monetaria y de gestión de la deuda externa) como al tirón ejercido por la expansión económica de muchos países, incluida China, que justifica el alza de los precios de las materias primas. En segundo lugar, estos países se han visto beneficiados por una liquidez internacional abundante, debido sobre todo al reciclado de los superávit por cuenta corriente de China, Rusia y los países del Golfo Pérsico, en estos dos últimos casos por el aumento de los precios del petróleo desde 2003. También ha tenido un papel importante la ampliación de la base inversora mundial, a través del desarrollo de los inversores institucionales, como fondos de pensiones<sup>57</sup>, sobre todo, y en menor medida compañías de seguros y *hedge funds*. La disminución de los tipos de interés por la colocación de los superávit en los mercados financieros ha permitido una reducción de la aversión al riesgo, cuyo signo más visible es la compresión de los *spreads* de la deuda de los activos de mayor riesgo. En esa menor aversión al riesgo ha jugado un papel destacado la búsqueda de rentabilidad de las carteras internacionales, teniendo en cuenta la escasa rentabilidad obtenida en los activos de menor riesgo. Un reflejo de la mejora de los indicadores de riesgo-país de los países emergentes y en desarrollo es la preponderancia adquirida por los acreedores privados en la deuda externa de estos países. En 1999, los

---

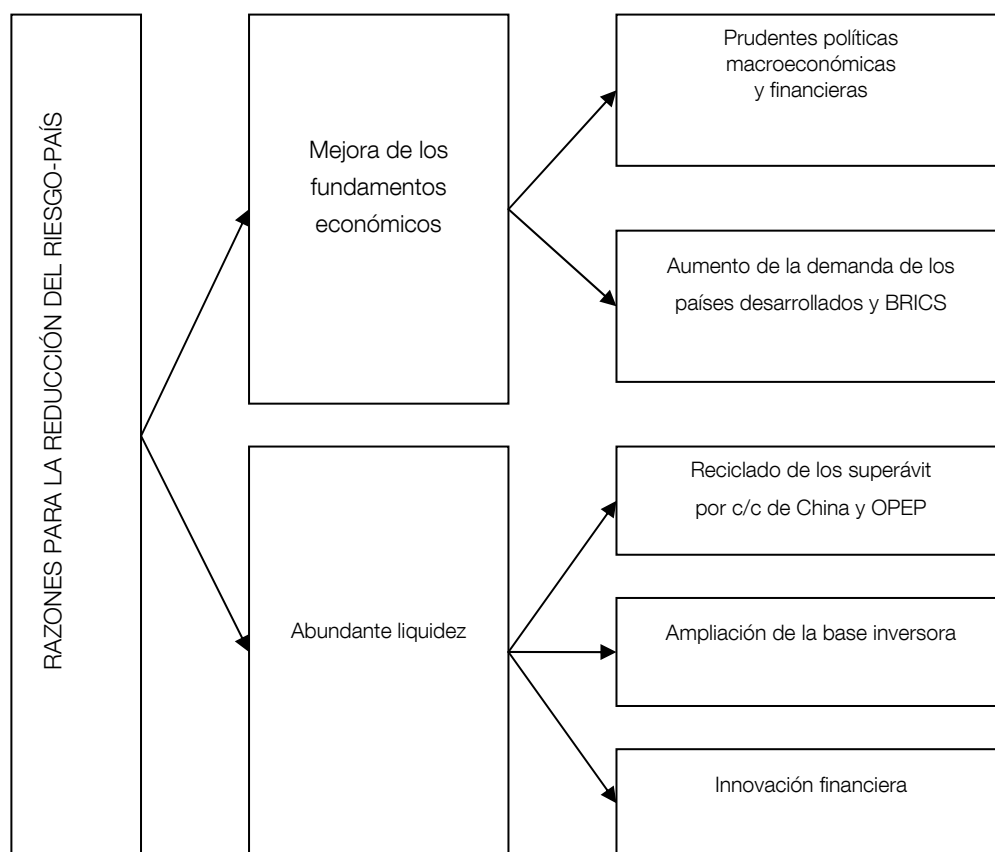
**55.** Durante los once primeros meses de 2007, ha mejorado el *rating* de Polonia, Omán (Moody's y S&P), India, Azerbaiyán, Belice (Moody's y S&P), Camerún, Colombia, Qatar (Moody's y S&P), Malawi, Montenegro, Polonia, Japón, Brasil (S&P y Fitch), Paraguay, Colombia, Corea del Sur, China (Moody's y S&P), Hong Kong (Moody's y FitchRatings), Macao, Uruguay, Emiratos Arabes Unidos, Chipre, Malta, Arabia Saudita (Moody's y S&P), Kuwait (Moody's y S&P), Perú, Bahrein (Moody's y Fitch), Granada, república Dominicana (Moody's y S&P), Papúa Nueva Guinea, México (S&P y Fitch), República Checa, Indonesia, Surinam, Israel, Ecuador, Corporación Andina de Fomento y Banco Interamericano de Integración Económica (S&P). De las nueve rebajas, tres corresponden a Ecuador, cuyo *rating* fue empeorado por las tres agencias principales en enero, y las otras corresponden a Islandia, Fiji, Granada, Letonia (S&P y Fitch), y Kazajstán.

**56.** Las perspectivas del *rating* pueden ser positivas, negativas o estables y constituyen una opinión sobre el sentido de un posible cambio a medio plazo (normalmente uno o dos años) del *rating*.

**57.** Los fondos de pensiones realizan por lo general inversiones a largo plazo (del tipo *buy-and-hold*). Entre el 40% y el 50% de sus activos están invertidos en deuda soberana.

acreedores oficiales (bilaterales o multilaterales) representaban el 37,6% de la deuda total, frente al 24% en la actualidad<sup>58</sup>.

El esquema siguiente permite clarificar los elementos explicativos de la reducción del riesgo-país en los países emergentes y en desarrollo:



El Institute of International Finance (IIF) señala que se ha reducido, aunque no eliminado, en los últimos años el riesgo de contagio financiero, al haberse detectado durante el periodo 2000-2005 una menor correlación de las rentabilidades de los activos en distintos mercados y países durante los episodios de crisis que durante el periodo 1994-1999. Las razones para esta menor correlación podrían ser las siguientes:

- ⇒ Un mayor conocimiento de la realidad económica y financiera de los países emergentes por parte de los gestores financieros.
- ⇒ Una mayor provisión de información por parte de los propios emisores, siendo además ésta de mejor calidad.
- ⇒ Una mayor proporción de inversiones en bonos denominados en moneda local, que están menos expuestos a los avatares de los capitales internacionales.

58. FMI World Economic Outlook April 2007.

El riesgo de contagio podrá continuar reduciéndose si los países emergentes perseveran en unas políticas sensatas macroeconómicas y de reforma estructural, así como en una gestión adecuada de la deuda.

#### 7.1.2 LOS RIESGOS EXISTENTES A CORTO Y MEDIO PLAZO

La economía mundial continuará creciendo previsiblemente a un ritmo apreciable en el medio plazo, si bien se prevé una ralentización en 2008 debido a las turbulencias financieras ocasionadas por los problemas en el sector de la vivienda en Estados Unidos. El FMI y otros analistas globales esperan que se produzca una disminución apreciable del crecimiento en ese país. Otros riesgos, no específicamente asociados a la crisis financiera reciente, de pequeña magnitud pero de elevado impacto potencial, podrían también poner en peligro la continuidad del actual ciclo favorable. A continuación se presentan todos estos riesgos de forma resumida:

a) Recesión de la economía norteamericana por la crisis del mercado inmobiliario.

El aumento de la morosidad y de las ejecuciones de hipotecas de los prestatarios menos solventes (*subprime*) en Estados Unidos a partir de finales de 2006 y principios de 2007 por la subida de los tipos de interés ha sido el detonante de la crisis de confianza y liquidez que ha azotado los mercados financieros desde agosto de 2007.

El valor de las hipotecas de alto riesgo con tipos de interés ajustables representa sólo el 6,8% aproximadamente del valor total de las hipotecas en Estados Unidos<sup>59</sup>, por lo que en principio el impacto de la crisis de este segmento no debería tener más que un alcance limitado en el conjunto de la economía norteamericana. Sin embargo, la incertidumbre acerca de la localización de los riesgos, surgida en parte por la extensa aplicación por los bancos del modelo “originar y distribuir”, ha conducido a una crisis de confianza que, de prolongarse, podría conducir a una crisis de solvencia y repercutir negativamente en el consumo y la inversión de Estados Unidos. Diversas entidades financieras ya han registrado pérdidas significativas<sup>60</sup> y podrían producirse más efectos negativos de la crisis en un futuro próximo. De hecho, la crisis del sector de la vivienda en Estados Unidos se está revelando mayor de lo que se creía inicialmente, y la paralización de los mercados crediticios, sobre todo del interbancario y de papel comercial, podría impactar con mayor fuerza en las economías, en un marco de mayor volatilidad y de reducción global de la liquidez.

El FMI ha recortado las previsiones de crecimiento de la economía mundial para 2008 en cuatro décimas de punto porcentual (seis décimas en el caso de los países desarrollados y dos décimas en el caso de los emergentes y en desarrollo).

Si bien los países emergentes capearon bien la tormenta financiera de julio y agosto de 2007, y se espera que proporcionen la base para un crecimiento sólido en 2008, han sufrido un ensanchamiento de los *spreads* soberanos y un retraimiento de los flujos de capitales. Asimismo podrían verse afectados por la menor demanda procedente de Estados Unidos. El FMI ha estimado que en crisis pasadas cada

<sup>59</sup>. El valor total de las hipotecas de alto riesgo representa en torno al 20% de las hipotecas totales en Estados Unidos.

<sup>60</sup>. Las pérdidas totales debidas a la crisis *subprime* podrían alcanzar 300.000 millones de dólares, según la OCDE. Otros analistas, como UBS, cifran las pérdidas en 480.000 millones de dólares.

punto porcentual de reducción del PIB de Estados Unidos dio lugar en promedio a una reducción del PIB del resto del mundo de medio punto porcentual<sup>61</sup>.

- b) Riesgo de inflación, por las restricciones de la oferta y los mayores precios del petróleo

El riesgo de inflación hace aumentar la probabilidad de que los bancos centrales suban el precio del dinero, perjudicando la actividad económica. En Estados Unidos, la inflación subyacente (descontada la variación de los precios del petróleo y de los alimentos) permanece por encima de la zona objetivo de la Reserva Federal, si bien las recientes turbulencias financieras por la crisis de las hipotecas de alto riesgo han mitigado tanto el riesgo de inflación como el de alzas de los tipos de interés. Los precios del crudo y de los alimentos han contribuido a incrementar las presiones inflacionistas en muchos países emergentes, especialmente en aquéllos en los que el componente alimenticio tiene gran peso en el índice de precios. La elevación de los precios de los alimentos se ha debido al mayor uso del maíz y de otros productos alimenticios para la producción de biocombustibles<sup>62</sup>.

- c) Subida del precio del petróleo superior a la prevista, por restricciones de la capacidad de producción y refino, e incremento de las tensiones geopolíticas.

La subida de los precios del petróleo desde 2003 se ha debido tanto a un incremento de la demanda (sobre todo de China, que representó el 72% del incremento de la demanda mundial de petróleo en 2006<sup>63</sup>) como a una insuficiencia de la oferta, agravada por las tensiones en Irán y Nigeria, el declive de la producción en yacimientos en zonas no OPEP y un clara insuficiencia en la capacidad global de refino. Y todo ello con el telón de fondo del compromiso adoptado por la OPEP de recortar la producción en respuesta a posibles síntomas de debilidad en los precios.

La Agencia Internacional de la Energía (AIE)<sup>64</sup> ha calculado que la demanda de energía aumentará un 2,2% anual en los próximos cinco años, y que la oferta de petróleo y gas natural difícilmente podrá atender a la demanda sin que los precios se eleven sustancialmente. En zonas maduras, como el Mar del Norte o México, la oferta está cayendo a un ritmo superior al esperado, mientras que la puesta en práctica de los proyectos en zonas nuevas, como el extremo oriental de Rusia, sufrirá demoras significativas. En cuanto al efecto de los conflictos en zonas de producción petrolera, la AIE estima que por cada millón de barriles diarios retirados del mercado, el precio del barril se incrementa en 5 dólares.

- d) Ajuste desordenado de los desequilibrios globales por cuenta corriente.

Los desequilibrios externos globales (déficit por cuenta corriente de Estados Unidos y superávit de China, Japón y OPEP) constituyen un riesgo para la economía global, dada la incertidumbre sobre la financiación de los déficit a largo plazo, el posible ajuste brusco en precios y cantidades operado a nivel internacional para reequilibrarlo, y la posible aparición de presiones proteccionistas en respuesta a

---

61. FMI World Economic Outlook April 2007.

62. Por ejemplo, en China los alimentos tienen una ponderación de un tercio en el índice de precios al consumo. En este país, la subida del precio de los alimentos se ha debido en buena parte al incremento de los precios de la carne de cerdo, por la incidencia de una enfermedad y de una menor producción por la caída de los precios durante la campaña anterior.

63. Véase BP Statistical Review of World Energy June 2007.

64. International Energy Agency. World Energy Outlook 2006.

dichos desequilibrios. Por ello, aunque persiste el debate sobre las causas del desequilibrio, existe un cierto consenso sobre su falta de sostenibilidad a largo plazo y la necesidad de lograr su reequilibrio de forma ordenada<sup>65</sup>.

La preocupación acerca de los desequilibrios externos convenció al Directorio del FMI de la necesidad de que este organismo interviniese para proponer soluciones a dichos desequilibrios, sobre una base voluntaria y de consenso entre los países. El resultado fue la creación de un nuevo foro de diálogo, denominado Multilateral Consultation on Global Imbalances (MCGI). Este nuevo foro, que en principio incluye a China, la Zona Euro, Japón, Arabia Saudí y Estados Unidos<sup>66</sup>, fue aprobado a nivel ministerial por el IMFC (International Monetary and Financial Committee) del FMI en abril de 2006<sup>67</sup>.

El riesgo de ajuste desordenado de los desequilibrios externos ha retrocedido durante el último año, por el menor crecimiento de la economía de EEUU y la depreciación (ordenada) del dólar. Ello podría impulsar al alza la tasa de ahorro de este país, cuyo bajo nivel, junto con el excesivo ahorro de otros países, liderados por China, ha sido, entre otros factores, el causante de los desequilibrios. El déficit por cuenta corriente de Estados Unidos ha evolucionado favorablemente en los últimos meses, pasando del 7% del PIB hace dos años al actual 5,5% del PIB.

## **7.2 Análisis por regiones y países**

En los párrafos siguientes, se analizará someramente la situación económica y el riesgo-país de cada región del mundo.

### 7.2.1 LATINOAMÉRICA

Latinoamérica está disfrutando de su cuarto año consecutivo de crecimiento económico (5% en promedio) merced a la fortaleza de su demanda interna y el alza de las materias primas, y por primera vez este crecimiento se acompaña de superávit por cuenta corriente, como muestra la Tabla 12. Los únicos países con déficit corriente son México, Colombia y Uruguay. Las políticas económicas han mejorado sustancialmente, destacando la prudencia fiscal y monetaria. La tasa de inflación se encuentra a bajos niveles, de un solo dígito, en todos los países excepto Argentina y Venezuela, habiendo pasado de una media del 16% en 2002 al 5,4% en 2006. En el terreno fiscal, los países están registrando en promedio superávit primarios de en torno al 4% del PIB. También hay que reseñar la buena gestión de la deuda externa, que se ha visto considerablemente reducida merced a los prepagos realizados y la mejora de su estructura. Las reservas internacionales se encuentran en máximos, lo que protege a los países de perturbaciones externas y cambios de ciclo de las materias primas. La reducción de la deuda externa, la acumulación de reservas exteriores y la aplicación de

---

**65.** En el último informe anual de la UNCTAD sobre Comercio y Desarrollo de septiembre 2007 (Trade and Development Report 2007), el organismo pone de manifiesto la paradoja de que los tipos de cambio reales hayan evolucionado en la dirección equivocada como consecuencia del *carry trade* (endeudamiento en una moneda con interés bajo e invertir el capital en una moneda con interés alto, sobre todo con monedas como el yen -interés bajo- y el forint húngaro -interés alto-). La paradoja reside en que se han fortalecido las monedas de países con elevados déficit por cuenta corriente y, por el contrario, se han debilitado las monedas de países con elevados superávit por cuenta corriente, lo que ha profundizado los desequilibrios externos.

**66.** Las regiones o países seleccionados debían cumplir alguno de dos criterios siguientes: sufrir un desequilibrio exterior de gran volumen o representar una proporción significativa en el PIB mundial.

**67.** Las propuestas del MCGI debían incluir, según el IMFC, el impulso del ahorro doméstico y el equilibrio fiscal en EEUU, la realización de reformas estructurales en Europa y Japón, el fomento de la demanda interna y de la flexibilización de los tipos de cambio en Asia emergente y, por último, el aumento de la demanda interna en los países productores de petróleo. Los resultados de la primera reunión del MCGI fueron presentados al IMFC en abril de 2007, y consistieron en una presentación por parte de cada miembro del MCGI de las políticas emprendidas para corregir los desequilibrios. No se han celebrado más reuniones del MCGI desde entonces.

políticas cambiarias más flexibles han permitido una sustancial reducción de la vulnerabilidad financiera. El sector bancario, que ha registrado un aumento considerable del crédito gracias a los menores tipos de interés y al crecimiento del ahorro, se ha fortalecido gracias a las adecuadas políticas macroeconómicas y a una mejora de la supervisión bancaria.

Las perspectivas de la región son buenas, aunque sus debilidades pueden dificultar la continuidad de la bonanza, especialmente si los gobiernos ceden a la tentación de políticas populistas que puedan revertir las mejoras realizadas en la corrección de los desequilibrios macroeconómicos. Actualmente sólo Chile y México disfrutan de grado de inversión de las tres agencias de *rating*. El Salvador tiene grado de inversión de la agencia Moody's, y Trinidad y Tobago ha recibido grado de inversión de Moody's y S&P.

**Tabla 12. Latinoamérica: PIB, inflación y saldo por cuenta corriente**

	PIB real*				Inflación*				Saldo por cuenta corriente**			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
<b>Latinoamérica</b>	<b>4,6</b>	<b>5,5</b>	<b>5,0</b>	<b>4,3</b>	<b>6,3</b>	<b>5,4</b>	<b>5,3</b>	<b>5,8</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>0,6</b>	-
<b>Sudamérica-México</b>	<b>4,5</b>	<b>5,4</b>	<b>4,9</b>	<b>4,2</b>	<b>6,2</b>	<b>5,2</b>	<b>5,2</b>	<b>5,8</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,2</b>
Argentina	9,2	8,5	7,5	5,5	9,6	10,9	9,5	12,6	1,9	2,5	0,9	0,4
Brasil	2,9	3,7	4,4	4,0	6,9	4,2	3,6	3,9	1,6	1,2	0,8	0,3
Chile	5,7	4,0	5,9	5,0	3,1	3,4	3,9	4,1	1,1	3,6	3,7	2,3
Colombia	4,7	6,8	6,6	4,8	5,0	4,3	5,5	4,6	-1,5	-2,1	-3,9	-3,5
Ecuador	6,0	3,9	2,7	3,4	2,1	3,3	2,1	2,3	0,8	3,6	2,4	2,5
México	2,8	4,8	2,9	3,0	4,0	3,6	3,9	4,2	-0,6	-0,3	-0,7	-1,1
Perú	6,7	7,6	7,0	6,0	1,6	2,0	1,5	2,3	1,4	2,8	1,3	1,1
Uruguay	6,6	7,0	5,2	3,8	4,7	6,4	8,0	6,8	-	-2,4	-2,8	-2,8
Venezuela	10,3	10,3	8,0	6,0	16,0	13,7	18,0	19,0	17,8	15,0	7,8	4,1
<b>Centroamérica</b>	<b>4,5</b>	<b>5,9</b>	<b>5,4</b>	<b>4,9</b>	<b>8,4</b>	<b>7,0</b>	<b>6,6</b>	<b>6,0</b>	<b>-5,1</b>	<b>-5,0</b>	<b>-5,6</b>	<b>-5,8</b>
<b>Caribe</b>	<b>6,5</b>	<b>8,4</b>	<b>6,0</b>	<b>4,4</b>	<b>6,7</b>	<b>8,0</b>	<b>6,4</b>	<b>5,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,6</b>

Fuente: FMI. World Economic Outlook, October 2007.

\* Porcentaje de variación anual

\*\*Porcentaje sobre el PIB

Los datos de 2007 y 2008 son estimaciones.

El grupo Sudamérica-México incluye Bolivia y Paraguay

El grupo Centroamérica excluye México.

Pueden señalarse principalmente cuatro debilidades de la región: dependencia de los precios de las materias primas (lo que podría acarrear recesión en caso de que éstos iniciasen un ciclo de descenso), reducida productividad del trabajo en comparación con Asia (tanto en la industria como en los servicios), pobreza y desigualdad social, e inestabilidad política. Aunque ha disminuido significativamente, la pobreza sigue azotando a los países de la región, como lo demuestra el dato de que más del 8% de la población vive con menos de 1 dólar diario<sup>68</sup>. La región padece además desigualdades notables en la distribución de la renta. El resultado es que la clase media aún no está muy desarrollada. Ello genera

68. Véase Global Economic Prospects 2006: Economic Implications of Remittances and Migration. World Bank.



inestabilidad social y política, y explica el triunfo periódico de gobiernos populistas, que en muchos casos no favorecen el desarrollo económico de los países y generan incertidumbre para la inversión extranjera directa. Estos gobiernos se encuentran presentes actualmente en una minoría de países. De 12 elecciones presidenciales celebradas durante el periodo noviembre 2005-diciembre 2006, triunfaron candidatos populistas en sólo 4 países. El resto está gobernado por gobiernos moderados de centro-izquierda o centro-derecha, que representan a una mayoría holgada de la población de la región latinoamericana.

Según la clasificación de riesgo-país de la OCDE (Tabla 13), los países latinoamericanos con el máximo nivel de riesgo-país son Argentina<sup>69</sup>, Bolivia, Cuba<sup>70</sup>, Ecuador<sup>71</sup>, Haití y Nicaragua. Con nivel muy elevado de riesgo se sitúan Honduras, Jamaica, Paraguay y Venezuela. Los países con menos riesgo de la región son Chile, México y Trinidad y Tobago. La mediana de la clasificación de todos los países latinoamericanos (31 países) es Grupo 5.

**Tabla 13. Latinoamérica: Clasificación de riesgo-país de la OCDE. Noviembre 2007**

PAÍS	CLASIFICACIÓN DE RIESGO
Argentina	7
Bolivia	7
Cuba	7
Ecuador	7
Haití	7
Nicaragua	7
Honduras	6
Jamaica	6
Paraguay	6
Venezuela	6
Guatemala	5
República Dominicana	5
Colombia	4
El Salvador	4
Perú	4
Uruguay	4
Brasil	3
Panamá	3
Chile	2
México	2
Trinidad y Tobago	2

Fuente: OCDE

**69.** Desde la crisis de 2001, Argentina tiene pendiente la solución de la deuda externa impagada a los acreedores del Club de París y a los bonistas privados que no acudieron al canje propuesto por el gobierno argentino, a pesar de disponer de sobrada capacidad de pago, con unas reservas exteriores que superan los 40.000 millones de dólares.

**70.** Cuba acumula impagos de deuda externa por importe superior a 8.000 millones de dólares. Este país procedió a un fuerte endeudamiento externo en los comienzos de la década de los 90, tras la interrupción de los flujos de ayuda exterior procedente de la antigua Unión Soviética.

**71.** En Ecuador, el gobierno de Rafael Correa, que al igual que Argentina no tiene problemas de carencia de divisas, ha amenazado en reiteradas ocasiones con impagar el servicio de la deuda externa, lo que ha disparado en determinados momentos los *spreads* de su deuda soberana.

## 7.2.2 ASIA EMERGENTE

Tras la crisis asiática, las economías de la región se han recuperado notablemente, merced a la ayuda del FMI y de unas elevadas tasas de ahorro para financiar la inversión. Además, se han practicado importantes reformas de los sectores bancarios y financieros. La solvencia externa de los países ha mejorado y son menos vulnerables a crisis de pagos que hace 10 años. Todos los países tienen superávit por cuenta corriente -excepto India y Pakistán-, menos deuda externa y más reservas exteriores, que ya superan los 2,5 billones de dólares (la mitad de esa cifra corresponde a China). El crecimiento económico total ha sido fuerte desde 2001, con una tasa superior al 8% entre 2003 y 2005. En 2006 alcanzó el 9,3% y se estima que se mantendrá a un nivel elevado en 2007 y 2008 (ver Tabla 14). Sin embargo, el crecimiento está dominado por el de China e India. En el primero, la expansión ha tenido lugar de la mano de la inversión y de las exportaciones. En la India, la economía está creciendo merced al consumo, inversión y sector exterior. En el resto de países, el crecimiento ha sido mediocre. Las presiones inflacionistas se encuentran por lo general contenidas, aunque representan una cierta amenaza en China e India, donde las autoridades monetarias han debido adoptar determinadas medidas de contención para atajar los excesos de demanda en algunos sectores. El superávit por cuenta corriente de la región aumentó un punto porcentual, hasta alcanzar el 5,4% del PIB en 2006, aunque el grueso corresponde a China. La región ha recibido un volumen considerable de inversión extranjera, sobre todo China, aunque ello ha puesto en peligro el control de la inflación en países con tipos de cambio intervenidos.

Las perspectivas para la región son en general favorables, aunque una disminución de la demanda global de exportaciones asiáticas, sobre todo de bienes electrónicos, podría afectar negativamente al crecimiento. También constituye un foco de potencial inestabilidad social y política la desigualdad creciente en la distribución de la renta en muchos países de la región, sobre todo en China, Filipinas, Singapur y Corea del Sur<sup>72</sup>. En Asia emergente, disfrutan de grado de inversión de las tres principales agencias de *rating* China, Corea del Sur, Hong Kong, India, Malasia, Singapur, Tailandia y Taiwán. Macao tiene grado de inversión de Moody's.

**Tabla 14. Asia emergente: PIB, inflación y saldo por cuenta corriente**

	PIB real*				Inflación*				Saldo por cuenta corriente**			
	2005	2006	2007 <sup>a</sup>	2008 <sup>a</sup>	2005	2006	2007 <sup>a</sup>	2008 <sup>a</sup>	2005	2006	2007 <sup>a</sup>	2008 <sup>a</sup>
<b>Asia emergente</b>	<b>8,7</b>	<b>9,3</b>	<b>9,2</b>	<b>8,3</b>	<b>3,5</b>	<b>3,7</b>	<b>4,9</b>	<b>4,2</b>	<b>4,5</b>	<b>5,8</b>	<b>6,6</b>	<b>6,5</b>
China	10,4	11,1	11,5	10,0	1,8	1,5	4,5	3,9	7,2	9,4	11,7	12,2
India	9,0	9,7	8,9	8,4	4,2	6,1	6,2	4,4	-1,0	-1,1	-2,1	-2,6
Pakistán	7,7	6,9	6,4	6,5	9,3	7,9	7,8	7,0	-1,4	-3,9	-4,9	-4,9
Bangladesh	6,3	6,4	5,8	6,0	7,0	6,5	7,2	6,3	-	1,2	1,3	0,8
Indonesia	5,7	5,5	6,2	6,1	10,5	13,1	6,3	6,2	0,1	2,7	1,6	1,2
Tailandia	4,5	5,0	4,0	4,5	4,5	4,6	2,0	2,0	-4,5	1,6	3,7	2,2
Filipinas	4,9	5,4	6,3	5,8	7,6	6,2	3,0	4,0	2,0	4,3	3,8	2,6
Malasia	5,2	5,9	5,8	5,6	3,0	3,6	2,1	2,4	15,3	17,2	14,4	13,3
Corea del Sur	4,2	5,0	4,8	4,6	2,8	2,2	2,6	2,7	1,9	0,7	0,1	-0,4
Taiwán (prov.china)	4,1	4,7	4,1	3,8	2,3	0,6	1,2	1,5	4,5	6,8	6,8	7,1
Hong Kong SAR	7,5	6,9	5,7	4,7	0,9	2,0	2,0	3,2	11,4	10,8	11,2	9,5
Singapur	6,6	7,9	7,5	5,8	0,5	1,0	1,7	1,7	24,5	27,5	27,0	25,4

Fuente: FMI. World Economic Outlook, October 2007.

(a) Estimaciones

\* Porcentaje de variación anual

\*\*Porcentaje sobre el PIB

72. Véase David Burton y Alessandro Zanello. "Asia Ten Years After". Finance & Development. June 2007, Volume 44, Number 2. International Monetary Fund.

**Tabla 15. Asia emergente: Clasificación de riesgo-país de la OCDE.  
Noviembre 2007**

<b>PAÍS</b>	<b>CLASIFICACIÓN DE RIESGO</b>
Afganistán	7
Camboya	7
Corea del Norte	7
Laos	7
Myanmar	7
Nepal	7
Bangladesh	6
Pakistán	6
Indonesia	5
Filipinas	5
Vietnam	4
India	3
Tailandia	3
Brunei	2
China	2
Malasia	2
Taiwán (prov. China)	1
Hong Kong, China	1
Corea del Sur	0
Singapur	0

Fuente: OCDE.

Como muestra la Tabla 15, los países de Asia emergente con un máximo nivel de riesgo-país son Camboya, Corea del Norte, Laos, Myanmar y Nepal. Países con un nivel considerable de riesgo son Bangladesh y Pakistán. Los de menor nivel de riesgo son Corea del Sur y Singapur, seguidos de Taiwán y Hong Kong. Con muy poco riesgo-país se encuentran Brunei, Malasia y Taiwán. La OCDE asigna a China (Grupo 2) menos riesgo-país que a India (Grupo 3). La mediana de la clasificación de todos los países de Asia emergente (21 países) se sitúa entre los Grupos 4 y 5.

#### 7.2.3 ÁFRICA

África está disfrutando de una etapa de crecimiento económico sin precedentes. En 2006 creció el 5,6% y se esperan tasas del 5,7% y del 6,5% para 2007 y 2008 respectivamente (ver Tabla 16). El crecimiento se debe a diversos factores, como la mejora de la estabilidad macroeconómica, el impacto beneficioso de la condonación de la deuda externa bajo la iniciativa HIPC y otras iniciativas ad hoc, unos mayores flujos de capitales exteriores hacia la región, el aumento de la producción de petróleo en algunos países y la fuerte demanda de materias primas. El África Subsahariana ha venido creciendo a una tasa media del 4,5% desde el año 2000, siendo la etapa de mayor crecimiento desde comienzos de los 70. Esta

evolución se debe en buena parte al comportamiento de los países productores de petróleo (Angola y Nigeria sobre todo). Las tasas de inflación se encuentran en una senda descendente (si se exceptúa Zimbabwe), y los saldos fiscales y por cuenta corriente son superavitarios a nivel regional, sobre todo por el comportamiento de los países exportadores de petróleo. Además, países como Ghana y Tanzania están emprendiendo sustanciales reformas estructurales, lo que les ha valido la inclusión en la relación de los 10 primeros países por magnitud de las reformas, según la publicación *Doing Business* del Banco Mundial<sup>73</sup>.

A pesar de la positiva evolución descrita, África padece numerosas debilidades estructurales, como la elevada tasa de pobreza, la precariedad de las instituciones, los conflictos armados, la inestabilidad política, la corrupción, las deficientes infraestructuras y la dependencia de la producción y exportación de un grupo reducido de productos. Ello potencia la vulnerabilidad de la región a los eventos externos negativos, como la climatología o la reducción de la demanda de materias primas. Además, la inversión extranjera directa es muy reducida, a pesar del reciente interés de China por invertir en el continente<sup>74</sup>. Todos estos factores explican que a excepción de unos pocos países, el riesgo-país de África sea el de mayor nivel del mundo. Los únicos países africanos que disfrutan de grado de inversión de las tres agencias de *rating* son Sudáfrica y Túnez. Tienen grado de inversión de una o dos agencias Marruecos, Botswana, Isla Mauricio y Namibia.

**Tabla 16. África: PIB, inflación y saldo por cuenta corriente**

	PIB real*				Inflación*				Saldo por cuenta corriente**			
	2005	2006	2007 <sup>a</sup>	2008 <sup>a</sup>	2005	2006	2007 <sup>a</sup>	2008 <sup>a</sup>	2005	2006	2007 <sup>a</sup>	2008 <sup>a</sup>
<b>África</b>	<b>5,6</b>	<b>5,6</b>	<b>5,7</b>	<b>6,5</b>	<b>6,6</b>	<b>6,3</b>	<b>6,6</b>	<b>6,0</b>	<b>2,0</b>	<b>3,1</b>	<b>-</b>	<b>0,6</b>
Maghreb	4,1	5,2	4,3	5,6	1,5	3,1	3,6	3,4	11,7	14,6	10,4	9,7
Argelia	5,1	3,6	4,8	5,2	1,6	2,5	4,5	4,3	20,7	25,6	19,4	18,
Marruecos	2,4	8,0	2,5	5,9	1,0	3,3	2,5	2,0	2,4	3,4	0,7	0,2
Túnez	4,0	5,4	6,0	6,2	2,0	4,5	3,0	3,0	-1,1	-2,3	-2,6	-2,7
Subsáhara	6,0	5,7	6,1	6,8	8,2	7,3	7,6	6,7	-0,9	-0,3	-3,0	-1,6
Angola	20,6	18,6	23,1	27,2	23,0	13,3	11,9	8,9	16,8	23,3	7,6	10,
Zimbabwe	-5,3	-4,8	-6,2	-4,5	237,8	1.016,7	16.170,2	...	-11,2	-4,0	-0,9	...
Nigeria	7,2	5,6	4,3	8,0	17,8	8,3	5,3	7,4	9,3	12,2	1,8	6,0
Sudáfrica	5,1	5,0	4,7	4,2	3,4	4,7	6,6	6,2	-4,0	-6,5	-6,7	-6,4
Importadores petról.	4,7	5,3	4,9	5,3	5,6	6,5	6,9	6,0	-3,2	-3,9	-4,5	-4,1
Exportadores petról.	7,5	6,3	7,5	9,1	8,9	5,9	6,1	6,0	11,5	14,7	7,2	8,9

Fuente: FMI. World Economic Outlook, October 2007.

(a) Estimaciones

\* Porcentaje de variación anual

\*\* Porcentaje sobre el PIB.

73. "Doing Business 2007: How to reform". World Bank

74. Véase Silvia Iranzo e Isabel Herrero, "La estrategia de China en África". Boletín Económico de ICE n.º 2909, del 16 al 30 de abril de 2007.

**Tabla 17. África: Clasificación de riesgo-país de la OCDE. Noviembre 2007**

<b>PAÍS</b>	<b>CLASIFICACIÓN DE RIESGO</b>
Angola	7
Camerún	7
Chad	7
Guinea Ecuatorial	7
Mozambique	7
República Centroafricana	7
República Dem. Congo	7
Sudán	7
Mauritania	7
Zimbabwe	7
Gabón	6
Ghana	6
Kenia	6
Libia	6
Nigeria	6
Senegal	6
Tanzania	6
Uganda	6
Zambia	6
Egipto	4
Argelia	3
Namibia	3
Marruecos	3
Sudáfrica	3
Túnez	3
Botswana	2

Fuente: OCDE.

La Tabla 17 muestra el riesgo-país de algunos destacados países de África, según la clasificación de la OCDE. Entre los países con el máximo nivel de riesgo se encuentran Angola, Guinea Ecuatorial, Nigeria, Sudán y Zimbabwe. Países con riesgo considerable son, entre otros, Gabón, Kenia, Senegal y Tanzania. Al Grupo 3 pertenecen Argelia, Namibia, Marruecos, Sudáfrica y Túnez. En el Grupo 2 sólo se sitúa Botswana. La mediana de la clasificación de todos los países de África (55 países) es Grupo 7.

Es importante hacer notar que la condición de exportador de petróleo de un país no le hace merecedor de un menor nivel de riesgo-país. Marruecos, que no es productor de petróleo tiene un nivel relativamente reducido de riesgo, mientras que Angola, Guinea Ecuatorial o Nigeria, que producen abundante petróleo, pertenecen al grupo de mayor riesgo. En Latinoamérica, países exportadores de petróleo o gas, como Ecuador o Bolivia,

tienen el máximo nivel de riesgo, mientras que Chile, importador neto de gas y petróleo, pertenece a un grupo de bajo riesgo<sup>75</sup>. En general, en los países con un frágil entramado institucional, rasgo que caracteriza a la mayoría de los países del continente africano, se constata una relación inversa entre desarrollo económico y posesión de recursos petrolíferos. Para este fenómeno se han encontrado diversas explicaciones<sup>76</sup>:

- ⇒ Los países exportadores de petróleo padecen la “enfermedad holandesa”, o *dutch disease*<sup>77</sup>, consistente en que la apreciación de su moneda derivada de las exportaciones de petróleo reduce la competitividad exterior del resto de sus bienes y servicios, impidiendo el desarrollo de los sectores no petrolíferos. Una solución para evitar el *dutch disease* practicada por algunos países es la creación de Fondos de Estabilización del petróleo, que tendrían el doble objetivo de evitar la apreciación de la moneda y de aportar ingresos al país en épocas de bajos precios del petróleo. El problema es que los gobiernos de algunos países donde existe este tipo de fondo se dejan llevar por la tentación de gastar los ingresos del Fondo aún en épocas de altos precios del petróleo (caso de Venezuela).
- ⇒ El sector del petróleo genera poco valor añadido local, pues la tecnología y los bienes de equipo deben ser habitualmente importados de países desarrollados. Además el sector es poco trabajo intensivo y las oportunidades de empleo se ofrecen a personas de media o alta cualificación, que normalmente no abundan en los países africanos. Todo ello conduce a una elevada concentración de los ingresos por la venta del petróleo en unas pocas manos dentro del país productor.
- ⇒ Los ingresos por la venta del petróleo son altamente volátiles, dada la variabilidad de los precios del petróleo. Ello dificulta considerablemente la elaboración del presupuesto nacional. Además, los vaivenes en los ingresos incentivan la alteración de las reglas del juego por parte de los gobiernos, lo que compromete la seguridad jurídica y desincentiva la inversión extranjera en el sector.
- ⇒ Los países productores de petróleo obtienen cuantiosos ingresos públicos por la exportación del petróleo. Por esta razón los gobiernos productores pueden prescindir en buena medida de la recaudación de impuestos. Ello hace que ni los gobiernos ni los electores que los votan se preocupen por una adecuada gestión de estos ingresos. Ello permite conductas poco transparentes en la contratación de los proyectos petrolíferos y en el gasto de los ingresos obtenidos, que con frecuencia pasan a engrosar cuentas bancarias en el extranjero de altos funcionarios y gobernantes, o a financiar guerras civiles, que profundizan el riesgo-país. Para contribuir a resolver la falta de transparencia en los contratos de petróleo firmados entre gobiernos y empresas del sector, se puso en marcha en 2002 la iniciativa de Tony Blair, Extractive Industries Transparency Initiative (EITI)<sup>78</sup>, que no ha dado todavía

---

**75.** Véase Silvia Iranzo y Carmen Carrasco, “La situación energética en Latinoamérica”. Boletín Económico del Banco de España. Febrero 2008.

**76.** Véase Jeffrey Sachs y Andrew M. Warner, “Natural resource abundance and economic growth”. NBER Working Paper 5398; Paul Collier, “Natural Resources, Development and Conflict: Channels of Causation and Policy Interventions”, World Bank, April 28, 2003; Xavier Sala-i-Martin and Arvind Subramanian, 2003. “Addressing the Natural Resource Curse: An Illustration from Nigeria.” IMF Working Paper 03/019. International Monetary Fund, Washington, D.C.

**77.** La expresión *dutch disease* fue acuñada en los años 70 a raíz del daño infligido a las exportaciones holandesas de flores por la apreciación del florín, a su vez provocada por el comienzo de las exportaciones de gas natural de ese país.

**78.** Para resolver la falta de transparencia en los contratos de petróleo firmados entre gobiernos y compañías petrolíferas, en 2002 Tony Blair impulsó durante la Cumbre del Desarrollo Sostenible de Johannesburgo de ese año la

frutos dignos de mención, aunque se están adhiriendo a la misma un número creciente de países.

- ⇒ Por último, cabe mencionar el síndrome del “maná caído del cielo”, que afecta a los países en los que un volumen significativo de los ingresos petrolíferos es objeto de reparto entre la población, para quien esta renta se convierte en una forma de vida. En consecuencia estos países deben importar del exterior los capitales humanos y empresariales para avanzar en su desarrollo económico, profundizando su dependencia de los mercados exteriores.

#### 7.2.4 CIS Y TURQUÍA

La CIS (*Commonwealth of Independent States*) incluye a Armenia, Azerbaiyán, Bielorrusia, Estonia, Georgia, Kazajstán, Kirguistán, <http://en.wikipedia.org/wiki/Latvia> Moldavia, Rusia, Tayikistán, Turkmenistán, Ucrania y Uzbekistán. Estos países están registrando una considerable expansión económica, de la mano de la industria de los hidrocarburos, la fortaleza de la demanda interna y los altos precios de las materias primas. Los saldos por cuenta corriente se han visto favorecidos por las exportaciones energéticas, si bien las importaciones están aumentando a un ritmo considerable por la presión de la demanda interna, provocando la aparición de déficit en todos los países excepto Rusia, Turkmenistán, Azerbaiyán y Uzbekistán. La inflación de la región es de las más altas del mundo, alcanzando los dos dígitos en varios países. Los indicadores globales de la región están en cualquier caso dominados por los de Rusia (ver Tabla 18).

Los riesgos principales a medio plazo del área CIS derivan de la escasa diversificación productiva y exportadora, que acentúa la vulnerabilidad de estos países a los vaivenes de los precios internacionales. La inversión extranjera directa es por lo general reducida, dado el deficiente clima inversor, estando pendiente la realización de numerosas reformas estructurales, sobre todo en el sector energético, la administración pública, el entorno regulatorio, el sistema impositivo y el desarrollo de los mercados financieros domésticos. Los únicos países del área CIS que ostentan grado de inversión de las tres agencias son Rusia y Kazajstán.

En cuanto a Turquía, ha registrado una mejora muy apreciable de sus indicadores macroeconómicos desde 2002, año en que comenzó a salir de la grave crisis sufrida en 2001, e inició la aplicación de reformas en profundidad bajo los auspicios del FMI, con el que ha firmado diversos acuerdos de tipo *stand-by* (el actualmente vigente fue suscrito en mayo de 2005 para un periodo de tres años). Destaca el ajuste fiscal realizado y, sobre todo, el monetario, que le ha permitido pasar de una tasa de inflación cercana al 70% durante 1996-2001 al 9,6% actual. Turquía está creciendo a un ritmo sostenido desde hace varios años, aunque el ritmo se aceleró desde que en 2004<sup>79</sup> el país fuese aceptado por la UE como candidato al ingreso en la Unión y los capitales extranjeros comenzasen a fluir al país

---

iniciativa Extractive Industries Transparency Initiative (EITI). El Secretariado de esta organización está situado en Oslo y comenzó a operar oficialmente el pasado 26 de septiembre de 2007. Actualmente 15 países se han sido declarados candidatos para adherirse a los principios de EITI: Azerbaiyán, Camerún, Gabón, Ghana, Guinea (Conakry), Kazajstán, Kirguistán, Liberia, Mali, Mauritania, Mongolia, Níger, Nigeria, Perú y Yemen. Otros nueve países deben suministrar más información antes de que termine el año 2007 para ser considerados candidatos: Chad, República Democrática del Congo, Guinea Ecuatorial, Madagascar, República del Congo, Sao Tome y Príncipe, Sierra Leona, Trinidad y Tobago, y Timor Oriental. Ocho países donantes se han adherido a EITI: Australia, Bélgica, Francia, Alemania, Noruega, Reino Unido, Estados Unidos, Países Bajos y España. Unas 27 empresas multinacionales que operan en sector de industrias extractivas se han adherido asimismo a la iniciativa EITI.

<sup>79</sup> El 17 de diciembre de 2004 el Consejo de la Unión Europea acordó iniciar las negociaciones de adhesión con Turquía a partir del 3 de octubre de 2005.

alentados por la reducción del riesgo-país derivada de la expectativa de adhesión. Los aspectos más preocupantes son actualmente la inestabilidad política (conflictos entre el partido AKP y los laicistas), la aún elevada tasa de inflación, y la apreciable magnitud del déficit por cuenta corriente (7,9% del PIB) y de la deuda externa (50% del PIB), que convierten a la economía turca en blanco potencial de las reacciones de pánico en los mercados. (la crisis de mayo-junio de 2006 resultó en una depreciación de la lira turca del 20% frente al dólar y un aumento de 100 puntos básicos del *spread* de la deuda soberana turca).

**Tabla 18. CIS y Turquía: PIB, inflación y saldo por cuenta corriente**

	PIB real*				Inflación*				Saldo por cuenta corriente**			
	2005	2006	2007 <sup>a</sup>	2008 <sup>a</sup>	2005	2006	2007 <sup>a</sup>	2008 <sup>a</sup>	2005	2006	2007 <sup>a</sup>	2008 <sup>a</sup>
<b>CIS</b>	<b>6,6</b>	<b>7,7</b>	<b>7,0</b>	<b>6,4</b>	<b>12,4</b>	<b>9,6</b>	<b>9,0</b>	<b>8,3</b>	<b>8,8</b>	<b>7,7</b>	<b>5,0</b>	<b>4,4</b>
Rusia	6,4	6,7	7,0	6,5	12,7	9,7	8,1	7,5	11,1	9,7	5,9	3,3
Ucrania	2,7	7,1	6,7	5,4	13,5	9,0	11,5	10,8	2,9	-1,5	-3,5	-6,2
Kazajstán	9,7	10,7	8,7	7,8	7,6	8,6	8,6	7,8	-1,8	-2,2	-2,2	-1,1
Bielorrusia	9,3	9,9	7,8	6,4	10,3	7,0	8,1	10,0	1,6	-4,1	-7,9	-8,1
Turkmenistán	9,0	9,0	10,0	10,0	10,7	8,2	6,5	9,0	5,1	15,3	13,0	12,5
Armenia	14,0	13,3	11,1	10,0	0,6	2,9	3,7	4,9	-3,9	-1,4	-4,0	-4,2
Azerbaiyán	24,3	31,0	29,3	23,2	9,7	8,4	16,6	17,0	1,3	15,7	31,4	39,9
Georgia	9,6	9,4	11,0	9,0	8,3	9,2	8,5	8,1	-9,8	-13,8	-15,7	-15,2
Kirguistán	-0,2	2,7	7,5	7,0	4,3	5,6	7,0	7,0	3,2	-6,6	-17,9	-15,1
Moldavia	7,5	4,0	5,0	5,0	11,9	12,7	11,2	8,9	-10,3	-12,0	-8,0	-7,3
Tayikistán	6,7	7,0	7,5	8,0	7,3	10,0	9,9	12,6	-2,5	-2,9	-11,6	-12,6
Uzbekistán	7,0	7,3	8,8	7,5	10,0	14,2	12,2	9,8	13,6	18,8	21,1	21,0
Turquía	7,4	6,1	5,0	5,3	8,2	9,6	8,2	4,6	-6,2	-7,9	-7,5	-7,0

Fuente: FMI. World Economic Outlook, October 2007.

(a) Estimaciones

\* Porcentaje de variación anual

\*\* Porcentaje sobre el PIB.

En la Tabla 19 puede observarse el riesgo-país de los países de la zona, según la clasificación de la OCDE. Los países con el máximo nivel de riesgo son Bielorrusia, Turkmenistán, Kirguistán, Moldavia, Tayikistán y Uzbekistán. Países con un nivel de riesgo muy elevado son Armenia y Georgia. El país con el menor riesgo es Rusia. La mediana de la clasificación de los países de la región CIS más Turquía (13 países) es Grupo 6.



**Tabla 19. CIS y Turquía: Clasificación de riesgo-país de la OCDE. Noviembre 2007**

PAÍS	CLASIFICACIÓN DE RIESGO
Uzbekistán	7
Tayikistán	7
Moldavia	7
Kirguistán	7
Turkmenistán	7
Bielorrusia	7
Armenia	6
Georgia	6
Ucrania	5
Azerbaiyán	5
Turquía	5
Kazajstán	4
Rusia	3

Fuente: OCDE.

#### 7.2.5 ORIENTE PRÓXIMO

Los países exportadores de petróleo de Oriente Próximo están disfrutando de una bonanza económica muy significativa, al calor del incremento del precio y volumen de sus exportaciones de petróleo<sup>80</sup>. Los países de la región que no son exportadores de petróleo también están registrando unas altas tasas de crecimiento, gracias a las inversiones extranjeras directas y un entorno internacional favorable. La tasa de crecimiento de la región en su conjunto fue del 5,6% en 2006 (ver Tabla 20) y las reservas exteriores alcanzaron una cifra estimada superior a los 540.000 millones de dólares en ese año. Las tasas de inflación se encuentran por lo general contenidas en niveles aceptables (excepto Irán) y los países están más preparados que en los años posteriores al segundo *shock* del petróleo para afrontar posibles caídas de precios de esta materia prima.

Los riesgos de esta región se concretan en la falta de diversificación productiva, lo que les hace vulnerables a los cambios de los precios internacionales de unos pocos productos, en la baja tasa de ocupación de su población autóctona y en su especial situación geográfica y entorno cultural, que les hace vulnerables a los conflictos religiosos y armados en la región. Asimismo la fijeza del tipo de cambio de algunos de estos países con el dólar plantea problemas de control monetario, dada la actual escalada de precios del petróleo. De los países que integran la región, disfrutan de grado de inversión Israel, Arabia Saudí, Kuwait, Bahreín, Qatar, Omán (Fitch no califica a estos dos últimos países) y Emiratos Árabes Unidos (sólo Moody's le califica).

Algunos de los factores señalados en los párrafos dedicados a África como posibles causantes del retraso en el desarrollo económico en los países productores de petróleo son aplicables a algunos países de Oriente Próximo.

<sup>80</sup>. Según BP Statistical Review of World Energy June 2007, la región pasó de producir 21,6 millones de barriles diarios en 2002 a 25,3 millones de barriles diarios en 2005.

**Tabla 20. Oriente Próximo: PIB, inflación y saldo por cuenta corriente**

	PIB real*				Inflación*				Saldo por cuenta corriente**			
	2005	2006	2007 <sup>a</sup>	2008 <sup>a</sup>	2005	2006	2007 <sup>a</sup>	2008 <sup>a</sup>	2005	2006	2007 <sup>a</sup>	2008 <sup>a</sup>
<b>Oriente Próximo</b>	<b>5,4</b>	<b>5,6</b>	<b>5,9</b>	<b>5,9</b>	<b>6,9</b>	<b>7,5</b>	<b>10,8</b>	<b>9,2</b>	<b>19,4</b>	<b>19,7</b>	<b>16,7</b>	<b>16,0</b>
<b>Export. petróleo.</b>	<b>5,6</b>	<b>5,4</b>	<b>5,7</b>	<b>5,6</b>	<b>6,7</b>	<b>8,4</b>	<b>11,0</b>	<b>9,7</b>	<b>22,3</b>	<b>22,7</b>	<b>19,2</b>	<b>18,5</b>
Irán	4,4	4,9	6,0	6,0	12,1	13,6	19,0	17,7	8,8	8,7	7,6	6,6
Arabia Saudí	6,1	4,3	4,1	4,3	0,7	2,2	3,0	3,0	28,5	27,4	22,2	20,1
Kuwait	10,0	5,0	3,5	4,8	4,1	2,8	2,6	2,6	40,5	43,0	37,8	35,3
<b>Mashreq</b>	<b>4,2</b>	<b>6,1</b>	<b>6,3</b>	<b>6,5</b>	<b>7,7</b>	<b>5,3</b>	<b>9,6</b>	<b>7,2</b>	<b>-2,3</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,5</b>
Egipto	4,5	6,8	7,1	7,3	8,8	4,2	10,9	7,8	3,2	0,8	1,4	0,8
Siria	3,3	4,4	3,9	3,7	7,2	10,0	7,0	7,0	-4,1	-6,2	-5,6	-6,6
Jordania	7,1	6,3	6,0	6,0	3,5	6,3	5,0	4,5	-	-	-12,6	-11,9
Líbano	1,0	-	2,0	3,5	-0,7	5,6	3,5	2,5	-	-6,2	-10,6	-9,4
Israel	5,3	5,2	5,1	3,8	1,3	2,1	0,5	2,5	3,3	5,6	3,7	3,2

Fuente: FMI. World Economic Outlook, October 2007.

(a) Estimaciones

\* Porcentaje de variación anual

\*\* Porcentaje sobre el PIB.

La Tabla 21 ofrece las calificaciones de riesgo-país de la región, según la clasificación de la OCDE. Los países con el máximo nivel de riesgo son Siria, Líbano e Iraq. Otros países con apreciables nivel de riesgo son Irán y Yemen. Con los menores niveles de riesgo-país se encuentran Arabia Saudí, Kuwait, Omán, Bahréin, Qatar y Emiratos Árabes Unidos, todos ellos exportadores de petróleo o de gas. La mediana de la clasificación de los países de la región (14 países) se sitúa entre los Grupos 3 y 4.

**Tabla 21. Oriente Próximo: Clasificación de riesgo-país de la OCDE. Noviembre 2007**

PAÍS	CLASIFICACIÓN DE RIESGO
Siria	7
Líbano	7
Iraq	7
Irán	6
Yemen	6
Jordania	5
Egipto	4
Israel	3
Arabia Saudí	2
Kuwait	2
Omán	2
Bahréin	2
Qatar	2
Emiratos Árabes Unidos	2

Fuente: OCDE.

## 7.2.6 PAÍSES DESARROLLADOS

Los países desarrollados (“economías avanzadas” en la terminología del FMI), constituyen el conjunto formado por Estados Unidos, la Unión Europea, Japón, Canadá, Australia, Nueva Zelanda, Suiza, Noruega, Islandia, Israel, Corea del Sur, Taiwán (provincia de China), Hong Kong SAR y Singapur<sup>81</sup>.

La Tabla 22 contiene datos sobre evolución del PIB, precios y tasa de desempleo de algunos de estos países.

**Tabla 22. Países desarrollados: PIB, inflación y desempleo**

	PIB real*				Inflación*				Tasa de desempleo**			
	2005	2006	2007 <sup>a</sup>	2008 <sup>a</sup>	2005	2006	2007 <sup>a</sup>	2008 <sup>a</sup>	2005	2006	2007 <sup>a</sup>	2008 <sup>a</sup>
<b>Países desarrollados</b>	<b>2,5</b>	<b>2,9</b>	<b>2,5</b>	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>	<b>2,0</b>	<b>6,0</b>	<b>5,6</b>	<b>5,3</b>	<b>5,5</b>
Estados Unidos	3,1	2,9	1,9	1,9	3,4	3,2	2,7	2,3	5,1	4,6	4,7	5,7
Japón	1,9	2,2	2,0	1,7	-0,3	0,3	-	0,5	4,4	4,1	4,0	4,0
Reino Unido	1,8	2,8	3,1	2,3	2,0	2,3	2,4	2,0	4,8	5,4	5,4	5,4
Canadá	3,1	2,8	2,5	2,3	2,2	2,0	2,2	1,9	6,8	6,3	6,1	6,2
Australia	2,8	2,7	4,4	3,8	2,7	3,5	2,3	2,8	5,1	4,8	4,4	4,3
Zona Euro	1,5	2,8	2,5	2,1	2,2	2,2	2,0	2,0	8,6	7,8	6,9	6,8
Alemania	0,8	2,9	2,4	2,0	1,9	1,8	2,1	1,8	9,1	8,1	6,5	6,3
Francia	1,7	2,0	1,9	2,0	1,9	1,9	1,6	1,8	9,7	9,5	8,6	8,0
Italia	0,1	1,9	1,7	1,3	2,2	2,2	1,9	1,9	7,7	6,8	6,5	6,5
España	3,6	3,9	3,7	2,7	3,4	3,6	2,5	2,8	9,2	8,5	8,1	8,2

Fuente: FMI. World Economic Outlook, October 2007.

(a) Estimaciones

\* Porcentaje de variación anual

\*\* Porcentaje de la población activa.

Los países desarrollados tienen unos niveles reducidos o despreciables de riesgo-país, siendo la probabilidad de impago de su deuda exterior prácticamente nula. Disfrutan por lo general de democracias plenamente consolidadas, fortaleza institucional y estabilidad política, y tienen acreditados un impecable historial y cultura de pagos. Además, algunos son emisores de una moneda internacionalmente aceptada como medio de pago o pertenecen a una unión monetaria cuya moneda está internacionalmente aceptada como medio de pago, por lo que no existe riesgo de transferencia.

En el caso de determinados países de la Unión Europea que no pertenecen a la zona del euro (Polonia, Hungría, República Checa, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Letonia, Lituania, Chipre, Malta, Bulgaria y Rumania), el riesgo-país es reducido porque las instituciones de la UE tienen previstos mecanismos de ayuda en caso de dificultades de

<sup>81</sup>. Israel, Corea del Sur, Taiwán (provincia de China), Hong Kong SAR y Singapur se han incluido también a efectos del estudio del riesgo-país en sus regiones correspondientes, con objeto de obtener una visión más completa de cada una de ellas.

balanza de pagos<sup>82</sup> que, por el mero hecho de existir, otorgan un alto grado de confianza a los inversores, poniendo al país a salvo de ataques especulativos contra sus monedas. Además, en caso de que la aplicación de dichos mecanismos no fuese suficiente para aliviar las dificultades de pagos, el Consejo de la UE adoptaría muy probablemente cuantas medidas fuesen precisas para que el Estado miembro no tuviese que declarar una suspensión de pagos, pues ésta podría en último término perjudicar los *ratings* y *spreads* de otros países e instituciones de la propia UE.

Todos los países desarrollados disfrutan de grado de inversión de las tres agencias de *rating*. Las calificaciones de riesgo-país de la OCDE otorgadas a los países desarrollados oscilan entre los Grupos 0, 1, 2 y 3 (ver Tabla 23). En Grupo 3 se encuentran Hungría, Israel, Letonia, Bulgaria y Rumania. En Grupo 2 están Polonia, Estonia, Lituania, Chipre y Malta. En Grupo 1 se encuentran Taiwán, República Checa, Eslovaquia y Hong Kong. Por último, a Grupo 0 pertenecen los países más avanzados, como Estados Unidos, Japón, Canadá, Australia, Nueva Zelanda, países de la Zona Euro, Suecia, Dinamarca, Reino Unido, Noruega, Suiza, Islandia, Singapur y Corea del Sur. La mediana de la calificación de riesgo-país de la OCDE de los países desarrollados es 0.

**Tabla 23. Países desarrollados: Clasificación de riesgo-país de la OCDE. Noviembre 2007**

PAÍS	CLASIFICACIÓN DE RIESGO
Estados Unidos	0
Japón	0
Canadá	0
Australia	0
Nueva Zelanda	0
Países de la zona Euro	0
Suecia	0
Dinamarca	0
Reino Unido	0
Noruega	0
Suiza	0
Islandia	0
Corea del Sur	0
Singapur	0
Hong Kong SAR	1
Taiwán (prov. china)	1
República Checa	1
República de Eslovaquia	1

Fuente: OCDE.

**82.** En desarrollo de la obligación impuesta por el Tratado de la Maastricht (7 de febrero de 1992) de garantizar la libre circulación de capitales con otros países de la UE, el Reglamento (CE) n° 332/2002 del Consejo, de 18 de febrero de 2002, establece un mecanismo de ayuda financiera a medio plazo a las balanzas de pagos de los Estados miembros, regulando la concesión de préstamos a medio plazo a los Estados miembros que no hayan adoptado el euro y que experimenten dificultades en la balanza de pagos por cuenta corriente o en la de capital. Este mecanismo tiene las siguientes características: 1) el importe máximo del principal de los préstamos es de 12.000 millones de euros; 2) el Consejo, a iniciativa de la Comisión, decide, por mayoría cualificada, sobre la aplicación de este mecanismo a un Estado miembro, y sus condiciones (importe, duración, condiciones de política económica ligadas a la ayuda y las modalidades del préstamo).

#### 7.2.7 RESUMEN DE LAS CLASIFICACIONES REGIONALES DE RIESGO-PAÍS

En la Tabla 24, se han reflejado a modo de resumen las medianas de las calificaciones de riesgo-país para cada región y para el conjunto de los países del mundo clasificados por la OCDE (172 países). Se observa que las regiones que mejoran la mediana mundial de Grupo 6 son, por este orden, los países desarrollados, Oriente Próximo, Asia emergente y Latinoamérica. Los países CIS + Turquía se sitúan en la misma mediana. Por último África tiene un nivel de riesgo-país superior a la mediana.

**Tabla 24. Medianas regionales de la calificación de riesgo-país de la OCDE. Nov. 2007**

<b>REGIÓN</b>	<b>MEDIANA DE LAS CLASIFICACIONES</b>
Latinoamérica	5
Asia emergente	4-5
África	7
CIS + Turquía	6
Oriente Próximo	3-4
Países desarrollados	0
<b>Mundo (172 países calificados)</b>	<b>6</b>

Fuente: OCDE y elaboración propia.

## 8 La regulación del riesgo-país de las entidades de crédito

### 8.1 La regulación del riesgo-país en España

Como ya se ha mencionado, las actuaciones supervisoras en el campo del riesgo país fueron iniciadas en los países occidentales a partir de la crisis de la deuda latinoamericana de principios de la década de 1980. En el caso de España, en 1982 el Banco de España se planteó el establecimiento de unas provisiones obligatorias mínimas por riesgo-país, y se creó en su seno el Servicio de Riesgo-País, con el fin de asesorar a la Supervisión bancaria sobre este tipo de riesgo y colaborar en la gestión de la nueva normativa sobre la materia. Un año después, en 1984, se publicó la primera circular del Banco de España sobre riesgo-país.

Actualmente está vigente la Circular 4/2004, de 22 de diciembre, a entidades de crédito, sobre normas de información financiera pública y reservada y modelos de estados financieros (BOE 30 diciembre 2004). Esta norma, que fue promulgada para adaptar el régimen contable de las entidades de crédito españolas al nuevo entorno contable derivado de la adopción por la UE de las Normas Internacionales de Información Financiera (las “NIIF” o “IFRS” en sus siglas inglesas), contiene en su Anejo IX las disposiciones contables referentes al análisis y cobertura del riesgo de crédito, uno de cuyos elementos es el riesgo-país. Un aspecto sustantivo de la norma de riesgo-país es la regulación de las coberturas (provisiones) del riesgo, para lo que la norma ofrece un conjunto de criterios.

#### 8.1.1 DEFINICIÓN Y CLASIFICACIÓN DE RIESGOS

El riesgo-país es definido en la normativa como “el riesgo que concurre en los clientes residentes en un determinado país por circunstancias distintas del riesgo comercial habitual. El riesgo-país comprende el *riesgo soberano*, el *riesgo de transferencia* y los *restantes riesgos derivados de la actividad financiera internacional* según se definen a continuación:

- b) *Riesgo soberano* es el de los acreedores de los Estados o de entidades garantizadas por ellos, en cuanto pueden ser ineficaces las acciones legales contra el prestatario o último obligado al pago por razones de soberanía.
- b) *Riesgo de transferencia* es el de los acreedores extranjeros de los residentes de un país que experimenta una incapacidad general para hacer frente a sus deudas, por carecer de la divisa o divisas en que estén denominadas.
- c) *Restantes riesgos derivados de la actividad financiera internacional* son los resultantes de alguna de las situaciones siguientes: guerra civil o internacional, revolución, cualquier acontecimiento similar o de carácter catastrófico; los acontecimientos de especial gravedad políticos o económicos, como las crisis de balanza de pagos o las alteraciones significativas de la paridad monetaria que originen una situación generalizada de insolvencia; la expropiación, nacionalización o incautación dictadas por autoridades extranjeras, y las medidas expresas o tácitas adoptadas por un gobierno extranjero o por las autoridades españolas que den lugar al incumplimiento de los contratos.”

Las disposiciones en materia de riesgo-país se basan en los siguientes principios:

- Se deberán analizar las carteras de instrumentos de deuda, riesgos contingentes y compromisos contingentes para determinar el riesgo de crédito, analizando, por un lado, el riesgo de insolvencia imputable al cliente y, por otro, el riesgo-país.

- Las operaciones se clasificarán en la categoría correspondiente al riesgo imputable al cliente, salvo que le corresponda una categoría peor por riesgo-país.
- Serán las propias entidades de crédito las que realicen una apreciación global del riesgo-país de los países, con objeto de clasificarlos en seis grupos de riesgo, numerados de 1 a 6, siendo el grupo 1 el de menor riesgo y el grupo 6 el de mayor riesgo.
- Las políticas, métodos y procedimientos que apliquen las entidades de crédito en la asunción de riesgos y su cobertura deberán ser aprobados por el consejo de Administración y estar adecuadamente justificados y documentados.

Los indicadores que las entidades de crédito deberán tener en cuenta para clasificar los países en los seis grupos de riesgo son:

- b) *La experiencia de pagos*, con especial atención, en su caso, al cumplimiento de los acuerdos de renegociación y a los pagos a realizar a las instituciones financieras internacionales.
- b) *La situación financiera externa*, teniendo en cuenta especialmente, los indicadores de deuda externa total, deuda externa a corto plazo, servicio de la deuda con respecto al Producto Interior Bruto y a las exportaciones, y las reservas exteriores.
- c) *La situación económica*, basándose fundamentalmente en:
  - (i) Indicadores relativos a los agregados presupuestarios, monetarios y de balanza de pagos.
  - (ii) Indicadores relativos al crecimiento económico (nivel de renta, tasas de ahorro o de inversión, crecimiento del PIB, etc.) y de vulnerabilidad (diversificación de las exportaciones, dependencia de la ayuda, etc.).
- d) *Indicadores de mercado*, en especial, se tendrán en cuenta las calificaciones crediticias efectuadas por agencias de calificación de reconocido prestigio, las cotizaciones de las deudas en el mercado secundario, el acceso a los mercados y los diferenciales de tipo de interés de la deuda.

En función de los indicadores anteriores, las operaciones se clasificarán en los seis grupos de riesgo teniendo en cuenta los siguientes criterios de clasificación:

- ⇒ Grupo 1. En este grupo se incluirán las operaciones con obligados finales residentes en países de la Unión Europea, Noruega, Suiza, Islandia, Estados Unidos, Canadá, Japón, Australia y Nueva Zelanda.
- ⇒ Grupo 2. En este grupo se incluirán las operaciones con obligados finales residentes en países, que aún siendo de bajo riesgo, no estén incluidos en el grupo 1.
- ⇒ Grupo 3. En este grupo se incluirán, al menos, las operaciones con obligados finales residentes en países que presenten un deterioro macroeconómico significativo que se estime que pueda afectar a la capacidad de pago del país. El citado deterioro puede manifestarse a través de: déficit significativos y persistentes en la balanza de pagos por cuenta corriente, proporciones altas de la deuda a corto plazo respecto a la deuda externa total o a las reservas exteriores netas, depreciaciones intensas del

tipo de cambio o alteraciones importantes en el régimen cambiario (tales como abandono o riesgo inminente de abandono de arreglos monetarios como *currency boards* o sistemas de flotación controlada de la divisa), fuertes caídas en los precios de las bolsas de valores, y ratios de deuda externa y de servicio de esa deuda muy superiores a los de los países clasificados en los grupos 1 y 2 o los de países de su entorno.

- ⇒ Grupo 4. En este grupo se incluirán, al menos, las operaciones con obligados finales residentes en países que presenten un deterioro macroeconómico profundo que se estime que pueda afectar seriamente a la capacidad de pago del país. En este grupo se incluirán las operaciones imputadas a países clasificados en el grupo 3 que sufran un empeoramiento en los indicadores mencionados en la letra anterior.
- ⇒ Grupo 5. En este grupo se incluirán las operaciones con obligados finales residentes en países que presenten dificultades prolongadas para hacer frente al servicio de su deuda, considerándose dudosa la posibilidad de recobro.
- ⇒ Grupo 6. En esta categoría se incluirán las operaciones cuya recuperación se considere remota debido a las circunstancias imputables al país. En todo caso, en este grupo se incluirán las operaciones con obligados finales residentes en países que hayan repudiado sus deudas o no hayan atendido su amortización ni el pago de intereses durante cuatro años.

Las operaciones con organismos multilaterales integrados por países clasificados en los grupos 3, 4 y 5 se clasificarán en el grupo en que se sitúe el mayor número de los países participantes, salvo el Banco Internacional para la Reconstrucción y el Desarrollo (Banco Mundial), la Corporación Financiera Internacional, el Banco Interamericano de Desarrollo, el Banco Asiático de Desarrollo, el Banco Africano de Desarrollo, El Fondo de Reinstalación del Consejo de Europa, el Nordic Investment Bank, el Banco de Desarrollo del Caribe, y el Banco Europeo para la Reconstrucción y el Desarrollo, que se clasificarán en el grupo 1. Si hubiese razones objetivas para una mejor clasificación, se elevará consulta razonada al Banco de España proponiendo la que se estime procedente.

#### 8.1.2 COBERTURA DEL RIESGO-PAÍS

El importe de los instrumentos de deuda y riesgos contingentes clasificados a efectos de riesgo-país en los grupos 3 a 6 se deberán cubrir, al menos, con los siguientes porcentajes de provisión:

- a) Grupo 3.....10,1%
- b) Grupo 4..... 22,8%
- c) Grupo 5..... 83,5%
- d) Grupo 6..... 100.0%

Estos porcentajes se aplicarán al importe vivo total de los instrumentos de deuda y riesgos contingentes.

Se excluirán de cobertura por riesgo-país, entre otros:

- Los riesgos en países de Grupos 1 y 2



- Los riesgos cubiertos por CESCE y otras compañías de seguros, siempre que los riesgos asegurados cubran todos los riesgos incluidos en la definición de riesgo-país.
- Los créditos comerciales, y financieros derivados de los mismos, con vencimiento no superior a un año desde la fecha de utilización del crédito inicial
- Las operaciones del sector privado de países pertenecientes a la zona monetaria de una divisa emitida por un país clasificado en el grupo 1.

Las provisiones que se doten en cada ejercicio son fiscalmente deducibles hasta el importe mínimo establecido en la Circular 4/2004. Así, las entidades de crédito son libres de provisionar por encima de los porcentajes referidos, pero el exceso sobre el mínimo legal no será deducible fiscalmente.

## **8.2 La regulación del riesgo-país en la Unión Europea y Estados Unidos**

No existe una regulación común, ni a nivel de la Unión Europea ni de la zona euro, sobre el riesgo-país. Conviven entre las distintas agencias o autoridades supervisoras unos métodos de supervisión muy heterogéneos, en lo que respecta a la existencia de una unidad específica de vigilancia del riesgo-país, la realización de estudios de riesgo-país, la confidencialidad de los resultados, la agencia involucrada en el análisis del riesgo-país, el número de países analizados y la frecuencia de los análisis.

En Estados Unidos, las distintas agencias federales y estatales con competencias supervisoras del sistema financiero<sup>83</sup> coordinan sus estudios y valoraciones en materia de riesgo-país a través del *Interagency Country Exposure Review Committee* (ICERC), donde se encuentran representadas las anteriores agencias. Este comité se reúne al menos una vez al año para asignar y actualizar las calificaciones de riesgo-país de los países donde se concentran los riesgos en el exterior de los bancos norteamericanos. El sistema de provisiones obligatorias en función de las calificaciones de riesgo-país es similar al que rige en España. Las categorías de riesgo se denominan *Strong*, *Moderately Strong*, *Weak*, *Other Transfer Risk Problems (OTRP)*, *Substandard*, *Value Impaired* y *Loss*.

---

**83.** En Estados Unidos las agencias con competencias en materia de supervisión financiera son las siguientes:

- *Office of the Comptroller of the Currency (OCC)*: Supervisa los *National Banks*, que obtienen del gobierno federal la licencia para operar.
- *Local State Banking Commissions*: Supervisan los *state-chartered banks* (conocidos como *state banks*), que tienen licencia para operar en algún Estado de los Estados Unidos.
- *Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)*: Supervisa los bancos comerciales con los que tiene concertado un seguro de depósito.
- *Federal Reserve District Banks*: Supervisan los *Banking Holding Companies (BHC)*, que son *holdings* bancarios titulares de las acciones de los *National Banks* o de otras entidades financieras dentro y fuera de los Estados Unidos.
- *Federal Reserve Board of Governors*: Revisa la labor supervisora de las agencias federales y estatales para detectar problemas sistémicos.
- *Office of Thrift Supervision (OTS)*: Supervisa los *savings banks*.

## 9 Conclusiones: pasado y futuro del riesgo-país

En este apartado de conclusiones se puede realizar un análisis retrospectivo del riesgo-país en los últimos años, para a continuación plantearse los nuevos retos que ofrece el futuro en este campo.

A la pregunta de si ha aumentado o disminuido el riesgo-país en los últimos años se puede responder, bien analizando si los países disponen de unos sistemas económicos y políticos que en promedio hayan contribuido a mejorar la situación mundial de riesgo-país, bien realizando un estudio sistemático de la evolución de determinados indicadores de riesgo-país, como las calificaciones de riesgo-país realizadas por la OCDE o los *ratings* soberanos emitidos por las agencias de *rating*.

Observando la evolución económica y política de los países en los últimos años, se puede concluir que el riesgo-país en el mundo ha disminuido, aún reconociendo que a los países les queda mucho por hacer para eliminar el riesgo. La evolución de la economía mundial ha sido por lo general favorable, salvando episodios puntuales de crisis de pagos, que han sido en su mayoría resueltas satisfactoriamente. Los países emergentes y en desarrollo han crecido un promedio anual del 5,3% durante el periodo 2000-2005. Para los años 2007 y 2008 el FMI prevé para estos países un crecimiento del PIB del 8,1% y del 7,4% respectivamente. La pobreza en el mundo se ha reducido, sobre todo en Asia emergente. Si en 1990 el 27,9% de la población mundial vivía con menos de un dólar al día, en 2002 este porcentaje se había reducido al 21,1%. Para el año 2015 se prevé que disminuya hasta el 10,2%<sup>84</sup>. En el campo político se ha producido un progreso mundial hacia la democracia, si bien con un sinfín de altibajos y sucesos políticos de extrema gravedad. Si en 1950, 31 de cada 100 personas habitaba países donde regía un sistema de democracia liberal, en el año 2000 las personas bajo el paraguas de la democracia se elevaban al 58% de la población mundial<sup>85</sup>.

Sin remontarse tan atrás en el tiempo, la OCDE ofrece la posibilidad de analizar la evolución reciente del riesgo-país a través de la observación de las calificaciones de riesgo-país efectuadas durante el periodo 1999-2007 (la OCDE no publica datos anteriores al año 1999). Los datos muestran que el número de mejoras de la calificación de riesgo-país más que dobló al número de rebajas<sup>86</sup> durante el periodo de referencia, lo que equivale a una mejora sustancial del riesgo-país en el mundo durante el periodo analizado. La Tabla 25 ofrece el detalle por regiones de la relación entre mejoras y rebajas de las calificaciones, que se puede resumir en los siguientes puntos:

- Globalmente, el número de mejoras dobló aproximadamente al de rebajas de la calificación de riesgo-país. En conjunto, se registraron 93 mejoras, frente a 41 rebajas.
- La región con mayor proporción de mejoras fue la de Europa del Este, CIS y Turquía (37 mejoras frente a sólo 4 rebajas). En esa evolución tuvo mucho que ver la

<sup>84</sup>. Véase Global Economic Prospects 2006: Economic Implications of Remittances and Migration. World Bank.

<sup>85</sup>. Véase la publicación anual Freedom in the World.

<sup>86</sup>. Para la confección de la Tabla 24 no se han tenido en cuenta las clasificaciones de las islas y territorios de reducido tamaño, que apenas tienen peso en la economía mundial.

adaptación del sistema político y económico de muchos países del este europeo previo al ingreso en la Unión Europea y el hecho del propio ingreso, que supuso una mejora automática de la calificación.

- Oriente Próximo también tuvo una muy favorable relación entre mejoras (11) y rebajas (5) de calificación. En las mejoras tuvo un peso significativo la mejora de las cuentas exteriores derivada del alza de los precios del petróleo y gas desde 2003.
- La región de Latinoamérica y Caribe también registró una mejora apreciable del riesgo-país, tanto en los países pequeños como en la mayoría de los grandes. Las mejoras (20) superaron ampliamente las rebajas (13).
- África también asistió a una reducción de su riesgo-país, sobre todo en la zona del Maghreb. El número de mejoras (18) fue un 50% superior al de rebajas (12).
- La región de Asia emergente fue la que registró una peor relación entre mejoras y rebajas de calificación (7 mejoras y 7 empeoramientos). Las rebajas se realizaron en su mayoría en los primeros años del periodo estudiado, en los que se dejaban sentir los efectos negativos de la crisis asiática.

**Tabla 25. Evolución de las clasificaciones de riesgo-país de la OCDE  
1999-2007**

	NÚMERO DE MEJORAS	NÚMERO DE REBAJAS
<b>Países emergentes y en desarrollo</b>	<b>93</b>	<b>41</b>
Latinoamérica	20	13
Asia emergente	7	7
África	18	12
Europa del Este, CIS y Turquía	37	4
Oriente Próximo	11	5

Fuente: OCDE y elaboración propia.

Las agencias de *rating* también ofrecen datos que permiten valorar la evolución del riesgo-país, en su componente de riesgo soberano, a través de la observación de los *ratings* soberanos en moneda extranjera de los distintos países. La Tabla 26 muestra el número de mejoras y de rebajas de *rating* durante el periodo enero 1995-2007. Las mejoras del periodo más que duplicaron las rebajas, y en cada uno de los trece años considerados las mejoras superaron las rebajas, con la excepción de los años 1997, 1998 y 2001, en los que tuvieron lugar la crisis asiática de 1997-1998 y la argentina de 2001 (sólo en ese año Argentina recibió 17 rebajas de *rating*). Por ello, se puede afirmar que el riesgo soberano, componente destacado del riesgo-país, ha caído en los últimos trece años.

**Tabla 26. Evolución de los ratings soberanos de Moody's, Standard&Poor's y Fitch, 1995-2007**

<b>Años</b>	<b>NÚMERO DE MEJORAS</b>	<b>NÚMERO DE REBAJAS</b>
1995*	9	4
1996*	9	3
1997*	11	12
1998*	12	36
1999*	22	16
2000*	24	6
2001	38	41
2002	59	30
2003	63	29
2004	50	10
2005	55	16
2006	54	10
2007 (enero-noviembre)	68	10
<b>TOTAL</b>	<b>474</b>	<b>223</b>

Fuente: Moody's, Standard & Poor's y FitchRatings y elaboración propia.

\* No incluye datos de Moody's.

Por lo que se refiere al futuro del riesgo-país, resulta muy difícil realizar predicciones a largo plazo en este campo, dado el ingente número de variables de muy distinta naturaleza a considerar. Actualmente se pueden señalar cuatro tipos de riesgos que pueden terminar con el actual ciclo de mejoras.

El primer tipo de riesgo es un riesgo económico general, que existe por la posibilidad de que algún gran país (Estados Unidos sería actualmente el principal candidato) sufra una recesión de gran envergadura, que pueda arrastrar al resto del mundo durante un largo periodo. El segundo es el riesgo de estallido de un conflicto bélico a gran escala, por ejemplo en Oriente Próximo. El tercero es el riesgo de que un calentamiento global de la tierra como tendencia a largo plazo tuviese un efecto neto perjudicial sobre la economía mundial, si los mecanismos de contención de las emisiones a la atmósfera (tipo Kyoto) fracasaran y los grandes países emisores (Estados Unidos, China) continuasen sin controlar sus emisiones<sup>B7</sup>. Por último, el desarrollo del proteccionismo económico por parte de las zonas más desarrolladas frente a la amenaza comercial de los grandes países emergentes afectaría sustancialmente a los flujos de comercio internacional, e impediría el crecimiento sostenido de los países en desarrollo.

<sup>B7</sup>. Un calentamiento global de la tierra resultaría seguramente en un aumento de la demanda energética mundial, porque la reducción de la demanda energética por las menores necesidades de calefacción se vería más que compensada por el aumento de la demanda de energía para refrigeración (Estados Unidos gasta en torno a 1,5 veces más energía en aire acondicionado que en calefacción). Esta mayor demanda de energía favorecería a los países productores de petróleo y gas pero tendría efectos negativos sobre todos los demás. Además, el calentamiento global generaría un aumento del gasto público para la reconstrucción de las zonas perjudicadas por la mayor volatilidad de la meteorología (tormentas, huracanes, tifones, gota fría). Los países con un importante sector turístico de sol y playa se verían especialmente perjudicados por una posible subida del nivel del mar. El efecto neto de todos estos factores sobre el riesgo-país global sería probablemente un aumento del mismo.

Ninguno de los riesgos referidos resulta fácil de cuantificar en el momento presente, y no está claro que vayan a materializarse en un horizonte temporal próximo. Por ello se puede afirmar que las perspectivas del riesgo-país en el mundo son, en general, positivas en el corto y medio plazo. A más largo plazo, cualquier avance de tendencias en esta materia estaría abocado al desacierto, dado el ingente número de variables, cualitativas y cuantitativas, que intervienen en la evaluación de los riesgos a largo plazo. El reto de los analistas de riesgo-país continuará siendo la mejora de los conocimientos y de las herramientas analíticas utilizadas para evaluar los riesgos en cada país y región.

## ANEXO 1: Clasificación de riesgo-país de la OCDE

<b>Clasificación de riesgo-país de la OCDE - noviembre 2007</b>	
<b>PAÍSES</b>	<b>CLASIFICACIÓN</b>
Afganistán	7
Albania	6
Alemania	0
Angola	7
Antigua y Barbuda	6
Antillas Holandesas	5
Arabia Saudí	2
Argelia	3
Argentina	7
Armenia	6
Aruba	4
Australia	0
Austria	0
Azerbaiyán	5
Bahamas	3
Bahréin	2
Bangladesh	6
Bélgica	0
Belice	7
Benin	6
Bielorrusia	7
Bolivia	7
Bosnia Herzegovina	7
Botswana	2
Brasil	3
Brunei	2
Bulgaria	3
Burkina Faso	7
Burundi	7
Cabo Verde	6
Camboya	7
Camerún	7
Canadá	0
Colombia	4
Congo Brazaville	7
Congo, Rep. Dem. (antiguo Zaire)	7

Corea del Norte, Rep. Dem.	7
Corea del Sur	0
Costa de Marfil	7
Costa Rica	3
Croacia	4
Cuba	7
Chad	7
Chile	2
China	2
Chipre	2
Dinamarca	0
Ecuador	7
Egipto	4
El Salvador	4
Emiratos Árabes Unidos	2
Eritrea	7
Eslovaquia	1
Eslovenia	0
España	0
Estados Unidos	0
Estonia	2
Etiopía	7
Filipinas	5
Finlandia	0
Francia	0
Gabón	6
Gambia	7
Georgia	6
Ghana	6
Grecia	0
Guatemala	5
Guinea Bissau	7
Guinea Conakry	7
Guinea Ecuatorial	7
Guyana	7
Haití	7
Honduras	6
Hong Kong, SAR	1
Hungría	3
India	3
Indonesia	5

Irán	6
Iraq	7
Irlanda	0
Islandia	0
Israel	3
Italia	0
Jamaica	6
Japón	0
Jordania	5
Kazajstán	4
Kenia	6
Kirguistán	7
Kuwait	2
Laos	7
Lesotho	6
Letonia	3
Libano	7
Liberia	7
Libia	6
Lituania	2
Luxemburgo	0
Macao	2
Macedonia	5
Madagascar	7
Malasia	2
Malawi	7
Maldivas	5
Mali	6
Malta	2
Marruecos	3
Mauricio	3
Mauritania	7
México	2
Moldavia	7
Mongolia	7
Mozambique	6
Myanmar	7
Namibia	3
Nepal	7
Nicaragua	7
Níger	7



Nigeria	6
Noruega	0
Nueva Zelanda	0
Omán	2
Países Bajos	0
Pakistán	6
Panamá	3
Papúa Nueva Guinea	5
Paraguay	6
Perú	4
Polonia	2
Portugal	0
Qatar	2
Reino Unido	0
República Centroafricana	7
República Checa	1
República Dominicana	5
Ruanda	7
Rumania	3
Rusia	3
San Cristóbal y Nevis	7
San Vicente y Granadinas	5
Santo Tomé y Príncipe	7
Senegal	6
Serbia	7
Seychelles	7
Sierra Leona	7
Singapur	0
Siria	7
Somalia	7
Sri Lanka	5
Sudáfrica	3
Sudán	7
Suecia	0
Suiza	0
Surinam	7
Swazilandia	6
Tailandia	3
Taiwán, prov.China	1
Tanzania	6
Tayikistán	7

Togo	7
Trinidad y Tobago	2
Túnez	3
Turkmenistán	7
Turquía	5
Ucrania	5
Uganda	6
Uruguay	4
Uzbekistán	7
Venezuela	6
Vietnam	4
Yemen	6
Zambia	6
Zimbabwe	7

Fuente: OCDE.

**ANEXO 2: Ratings soberanos a largo plazo en moneda extranjera**

<b>Ratings soberano a largo plazo en moneda extranjera. 30 noviembre 2007</b>			
<b>PAÍS</b>	<b>RATING</b>		
	<b>MOODY'S</b>	<b>STANDARD &amp; POOR'S</b>	<b>FITCHRATINGS</b>
Albania	B1	-	-
Alemania	Aaa	AAA	AAA
Andorra	-	AA	-
Arabia Saudí	A1	AA-	A+
Argentina	B3	B+	DDD
Armenia	Ba2	-	BB-
Aruba	-	-	BBB
Australia	Aaa	AAA	AA+
Austria	Aaa	AAA	AAA
Azerbaiyán	Ba1	-	BB+
Bahamas	A3	A	-
Bahréin	A2	A	A
Barbados	Baa2	BBB+	-
Bélgica	Aa1	AA+	AA+
Belice	Caa1	B	-
Benin	-	B	B
Bermuda	Aa1	AA	AA+
Bielorusia	B1	B+	-
Bolivia	B3	B-	B-
Bosnia-Herzegovina	B2	-	-
Botswana	A2	A	-
Brasil	Ba1	BB+	BB+
Bulgaria	Baa3	BBB+	BBB
Burkina Faso	-	B	-
Cabo Verde	-	-	B+
Camboya	B2	B+	-
Camerún	-	B	B
Canadá	Aaa	AAA	AAA
Caymán, Islas	Aa3	-	-
Colombia	Ba2	BB+	BB+
Cook, Islas	-	BB-	-
Corea del Sur	A2	A	A+
Costa Rica	Ba1	BB	BB
Croacia	Baa3	BBB	BBB-
Cuba	Caa1	-	-

Chile	A2	A	A
China	A1	A	A+
Chipre	A1	A	A+
Dinamarca	Aaa	AAA	AAA
Ecuador	Caa2	B-	CCC
Egipto	Ba1	BB+	BB+
El Salvador	Baa3	BB+	BB+
Emiratos Árabes Unidos	Aa2	-	-
Eslovaquia	A1	A	A
Eslovenia	Aa2	AA	AA
España	Aaa	AAA	AAA
Estados Unidos	Aaa	AAA	AAA
Estonia	A1	A	A
Fiji	Ba2	B	-
Filipinas	B1	BB-	BB
Finlandia	Aaa	AAA	AAA
Francia	Aaa	AAA	AAA
Gabón	-	BB-	BB-
Georgia	-	B+	BB-
Ghana	-	B+	B+
Granada	-	B-	-
Grecia	A1	A	A
Guatemala	Ba2	BB	BB+
Honduras	B2	-	-
Hong Kong, SAR	Aa2	AA	AA
Hungría	A2	BBB+	BBB+
India	Baa3	BBB-	BBB-
Indonesia	Ba3	BB-	BB-
Irán	-	-	B+
Irlanda	Aaa	AAA	AAA
Isla de Man	Aaa	AAA	-
Islandia	Aaa	A+	A+
Israel	A2	A	A-
Italia	Aa2	A+	AA-
Jamaica	B1	B	B+
Japón	Aaa	AA	AA
Jordania	Ba2	BB	-
Kazajstán	Baa2	BBB-	BBB
Kenia	-	B+	-
Kuwait	Aa2	AA-	AA-
Lesotho	-	-	BB-

Letonia	A2	BBB+	BBB+
Líbano	B3	B-	B-
Liechtenstein	-	AAA	-
Lituania	A2	A	A
Luxemburgo	Aaa	AAA	AAA
Macao	Aa3	-	-
Macedonia	-	BB+	BB+
Madagascar	-	B	-
Malasia	A3	A-	A-
Malawi	-	-	B-
Mali	-	B	B-
Malta	A3	A	A
Marruecos	Ba1	BB+	BBB-
Mauricio	Baa2	-	-
México	Baa1	BBB+	BBB+
Moldavia	Caa1	-	B-
Mongolia	B1	B+	B+
Monserrat	-	BBB-	-
Montenegro	-	BB+	-
Mozambique	-	B	B
Namibia	-	-	BBB-
Nicaragua	Caa1	-	-
Nigeria	-	BB-	BB-
Noruega	Aaa	AAA	AAA
Nueva Zelanda	Aaa	AA+	AA+
Omán	A2	A	-
Países Bajos	Aaa	AAA	AAA
Pakistán	B1	B+	-
Panamá	Ba1	BB	BB+
Papúa Nueva Guinea	B1	B+	B
Paraguay	Caa1	B	-
Perú	Ba2	BB+	BB+
Polonia	A2	A-	A-
Portugal	Aa2	AA-	AA
Qatar	Aa2	AA-	-
Reino Unido	Aaa	AAA	AAA
República Checa	A1	A	A
República Dominicana	B2	B+	B
Ruanda	-	-	B-
Rumania	Baa3	BBB-	BBB
Rusia	Baa2	BBB+	BBB+

San Marino	-	-	AA
Senegal	-	B+	-
Serbia	-	BB-	BB-
Seychelles	-	B	-
Singapur	Aaa	AAA	AAA
Sri Lanka	-	B+	BB-
Sudáfrica	Baa1	BBB+	BBB+
Suecia	Aaa	AAA	AAA
Suiza	Aaa	AAA	AAA
Surinam	B1	B+	B
Tailandia	Baa1	BBB+	BBB+
Taiwán, prov. China	Aa3	AA-	A+
Trinidad y Tobago	Baa1	A-	-
Túnez	Baa2	BBB	BBB
Turkmenistán	B2	-	-
Turquía	Ba3	BB-	BB-
Ucrania	B1	BB-	BB-
Uganda	-	-	B
Uruguay	B1	B+	BB-
Venezuela	B2	BB-	BB-
Vietnam	Ba3	BB	BB-

Fuente: Moody's, Standard & Poor's y FitchRatings.

## ANEXO 3: Circular 4/2004, de 22 de Diciembre (Anejo IX)

Anejo IX de la Circular 4/2004, de 22 de diciembre, a entidades de crédito, sobre normas de información financiera pública y reservada y modelos de estados financieros (BOE 30 diciembre 2004).

### ANÁLISIS Y COBERTURA DEL RIESGO DE CRÉDITO

#### I. INTRODUCCIÓN

1. Las entidades establecerán las políticas, métodos y procedimientos que aplicarán en la concesión, estudio y documentación de sus instrumentos de deuda, riesgos contingentes y compromisos contingentes (en adelante operaciones), así como en la identificación de su deterioro y del cálculo de los importes necesarios para la cobertura de su riesgo de crédito, tanto por insolvencia atribuible al cliente como por riesgo-país, para todas las entidades del grupo, españolas y extranjeras.

Las políticas, métodos y procedimientos deberán:

- a) Ser aprobados por el Consejo de Administración, u órgano equivalente de la entidad, y ratificados por la entidad dominante en el caso de entidades dependientes de grupos españoles.
- b) Estar adecuadamente justificados y documentados. Entre la documentación necesaria se deberán incluir las propuestas y dictámenes de los correspondientes departamentos internos de la entidad.
- c) Detallar entre otras cuestiones:
  - (i) Los criterios para la concesión de operaciones, entre los que se incluirán cuestiones tales como los mercados, productos, tipo de clientela, etc., en los que se va a operar, así como los límites globales de los riesgos que se vayan a asumir para cada uno de ellos, y los requisitos que deben cumplir los clientes y las garantías para concederles las operaciones.
  - (ii) La política de precios a aplicar.
  - (iii) Las responsabilidades y facultades delegadas de los diferentes órganos y personas encargadas de la concesión, formalización, seguimiento, valoración y control de las operaciones.
  - (iv) Los requisitos que deberán reunir los estudios y análisis de las operaciones a realizar antes de su concesión y durante su vigencia.
  - (v) La documentación mínima que deben tener los diferentes tipos de operaciones para su concesión y durante su vigencia.
  - (vi) La definición de los criterios para clasificar las operaciones en función de su riesgo de crédito y la forma de cuantificar las estimaciones individuales y colectivas de las pérdidas por deterioro, incluidos en éste último caso los parámetros a utilizar en la estimación.

La Comisión de Auditoría y el Departamento de Auditoría Interna velarán por que las políticas, métodos y procedimientos sean adecuados, se implanten efectivamente y se revisen regularmente.

La documentación a la que se refiere este apartado estará a disposición del Banco de España y de los auditores externos.

2. Las entidades deberán aplicar, en todo caso, los siguientes criterios:
  - a) Pondrán el máximo cuidado y diligencia en el estudio riguroso e individualizado del riesgo de crédito de las operaciones, no sólo en el momento de su concesión sino también continuamente durante su vigencia, y no retrasarán su reclasificación a una categoría peor por empeoramiento de la calidad crediticia, ni su cobertura adecuada, las cuales se deberán realizar tan pronto se aprecie la existencia de una situación anormal o de deterioro del riesgo de crédito.
  - b) Documentarán adecuadamente todas las operaciones. Dicha documentación incluirá, como mínimo: los contratos firmados con los clientes y, en su caso, garantes, debidamente verificados para comprobar que no presentan defectos jurídicos que puedan perjudicar la recuperación de la operación; la información necesaria para poder determinar el valor razonable de las garantías que se hubiesen recibido, incluyendo las oportunas tasaciones, que se deberán actualizar, al menos cuando existan indicios de que puede haber un deterioro de su valor; e información económico-financiera que permita analizar la solvencia y capacidad de pago de los clientes y garantes. Cuando éstos sean empresas, dicha información comprenderá sus estados financieros debidamente actualizados. No obstante lo anterior, no será necesario que se actualice la documentación de aquellos clientes con riesgos vivos por importes inferiores a 150.000 euros, exclusivamente por operaciones de arrendamiento financiero o que cuenten con garantías eficaces, siempre que no tengan importes impagados ni exista algún indicio de que el cliente tenga problemas, y el valor estimado, con cualquier criterio objetivo, de los bienes cedidos en arrendamiento o de las garantías eficaces sea superior al riesgo pendiente de vencimiento.

- c) Los métodos y procedimientos que utilicen para la estimación del deterioro por riesgo de crédito estarán integrados en el sistema de gestión del riesgo de las entidades y deberán tener en cuenta, además de todos los factores enumerados en el apartado 2 de la norma vigésima novena, la experiencia pasada, las áreas geográficas y de negocio en las que se desenvuelve la actividad de la entidad y del grupo, los niveles de riesgo y toda la información disponible a la fecha en la que se realice la estimación.
  - d) En el análisis del riesgo de crédito y en la estimación de las pérdidas por deterioro de los activos financieros disponibles para la venta se considerará el efectivo desembolsado por la entidad pendiente de amortización, en lugar de su valor razonable.
3. Las entidades dominantes de grupos de entidades de crédito o, en su caso, de grupos consolidables de entidades de crédito, con entidades dependientes extranjeras implantarán una metodología corporativa para la clasificación del riesgo de crédito y unos criterios para el cálculo de las pérdidas por su deterioro similares a las contemplados en este anejo para las entidades españolas, aunque adaptados a las circunstancias particulares del país en el que operen sus entidades dependientes.

## II. CLASIFICACIÓN DE LAS OPERACIONES EN FUNCIÓN DEL RIESGO DE CRÉDITO

- 4. Las carteras de instrumentos de deuda, riesgos contingentes y compromisos contingentes, cualquiera que sea su titular, instrumentación o garantía, se analizarán para determinar el riesgo de crédito al que está expuesta la entidad y estimar las necesidades de cobertura por deterioro de su valor. Para ello, las entidades fijarán unos criterios corporativos para la calificación de sus riesgos.
- 5. Para la confección de los estados financieros, las entidades clasificarán sus operaciones en función de su riesgo de crédito analizando, por un lado, el riesgo de insolvencia imputable al cliente y, por otro, el riesgo-país al que, en su caso, estén expuestas, aplicando los criterios indicados en este anejo, sin perjuicio del mayor detalle que puedan establecer para su control interno y, en el supuesto de entidades dependientes extranjeras, de que se tengan en cuenta las características particulares del mercado en el que operen.
- 6. Las operaciones en las que concurren razones para calificar una operación por riesgo de crédito, tanto por riesgo imputable al cliente como riesgo-país, se clasificarán en la categoría correspondiente al riesgo imputable al cliente, salvo que le corresponda una categoría peor por riesgo-país, sin perjuicio de que las pérdidas por deterioro imputables al riesgo cliente se cubran por el concepto de riesgo-país cuando implique mayor exigencia.

### A) RIESGO DE INSOLVENCIA DEL CLIENTE

- 7. Los instrumentos de deuda no valorados por su valor razonable con cambios en la cuenta de pérdidas y ganancias, así como los riesgos contingentes y los compromisos contingentes mencionados en las siguientes letras c) y d), se clasificarán, en función del riesgo de insolvencia imputable al cliente o a la operación, en alguna de las siguientes categorías:
  - a) Riesgo normal: Comprende todos los instrumentos de deuda y riesgos contingentes que no cumplan los requisitos para clasificarlos en otras categorías. Las operaciones incluidas en esta categoría se subdividirán a su vez en las siguientes clases de riesgo:
    - (i) Sin riesgo apreciable. Comprende las siguientes operaciones: los riesgos con las Administraciones Públicas de países de la Unión Europea, incluidos los derivados de adquisiciones temporales de deuda pública, las sociedades no financieras públicas a que se refiere la norma sexagésima sexta, apartado 7.b.(i) y las Administraciones Centrales de países clasificados en el grupo 1 a efectos de riesgo-país; las avaladas o reafianzadas por dichas Administraciones Públicas, directa, o indirectamente a través de organismos con garantía ilimitada de las mismas; los anticipos sobre pensiones y nóminas correspondientes al mes siguiente, siempre que la entidad pagadora sea una Administración Pública y las mismas estén domiciliadas en la entidad; las aseguradas, avaladas o reafianzadas por organismos o empresas públicas de países clasificados en el grupo 1 a efectos de riesgo país cuya actividad principal sea el aseguramiento o aval de crédito, en la parte cubierta; las que estén a nombre de las entidades de crédito; las que cuenten con garantía personal plena, solidaria, explícita e incondicional otorgada por las entidades de crédito mencionadas anteriormente y por sociedades de garantía recíproca españolas que se puedan reclamar a primer requerimiento; los riesgos a nombre de Fondos de Garantía de Depósitos, siempre que sean homologables por su calidad crediticia a los de los de la Unión Europea; las garantizadas con depósitos dinerarios o que cuenten con garantía pignoratícia de participaciones en instituciones financieras monetarias o de valores representativos de deuda emitidos por las Administraciones Públicas o entidades de crédito, cuando el riesgo vivo sea igual o inferior al 90 por ciento del valor de rescate de las participaciones en instituciones financieras monetarias y del valor de mercado de los valores recibidos en garantía.
    - (ii) Riesgo bajo. Comprende las siguientes operaciones: los activos que sirvan de garantía en las operaciones de política monetaria del Sistema Europeo de Bancos Centrales, salvo los incluidos en el punto (i) anterior; las operaciones con garantía real sobre viviendas terminadas o arrendamientos financieros sobre tales bienes cuyo riesgo vivo sea inferior al 80% del valor de tasación de las viviendas; los bonos de titulización hipotecarios ordinarios; las operaciones cuyo titular sea una empresa cuyas deudas a largo plazo estén calificadas, al menos, con una A por alguna agencia de calificación de reconocido prestigio; y los valores emitidos en moneda local por Administraciones Centrales de países no clasificados en el



grupo 1 a efectos de riesgo-país que estén registrados en los libros de sucursales radicadas en el país del emisor.

- (iii) Riesgo medio-bajo. Comprende las siguientes operaciones: las operaciones de arrendamiento financiero no incluidas en otras clases de riesgo y los riesgos que cuenten con alguna garantía real diferente de las indicadas en los riesgos enumerados en los puntos anteriores, siempre que el valor estimado de los bienes cedidos en arrendamiento financiero y de las garantías reales cubra plenamente el riesgo vivo.
- (iv) Riesgo medio. Comprende los riesgos con residentes en España o en países incluidos en los grupos 1 y 2 a efectos de riesgo-país, no incluidos en las clases de riesgo anteriores, salvo que cumplan los criterios para clasificarlos en las clases de riesgo medio-alto o riesgo alto.
- (v) Riesgo medio-alto. Comprende las siguientes operaciones, salvo que cumplan los criterios para clasificarlas en la clase de riesgo alto: los créditos a personas físicas para la adquisición de bienes de consumo duradero y de otros bienes y servicios corrientes, no afectos a una actividad empresarial, salvo que estén inscritos en el Registro de Ventas a Plazo de Bienes Muebles, y los riesgos con obligados finales residentes en países incluidos en los grupos 3 a 6 a efectos de riesgo-país excluidos de cobertura de dicho riesgo, que no estén comprendidos en otras clases.
- (vi) Riesgo alto. Comprende las siguientes operaciones: los saldos por tarjetas de crédito, descubiertos en cuenta corriente y excedidos en cuenta de crédito cualquiera que sea su titular, excepto los mencionados en los puntos (i) y (ii) anteriores.

Dentro de esta categoría será necesario identificar las operaciones que merecen un seguimiento especial, entendiéndose por tales aquellas que presentan pequeñas debilidades que, sin llegar a exigir mayores coberturas que las establecidas para las operaciones de riesgo normal, aconsejan un seguimiento especial por la entidad. Entre las operaciones a identificar como con seguimiento especial se incluirán: hasta su extinción, los riesgos reestructurados (prorrogados, reinstumentados o correspondientes a clientes declarados en convenio de acreedores que se hubiesen reclasificado desde alguna de las categorías de dudosos por cumplir los requisitos señalados en ellas; y las operaciones clasificadas como normales de clientes que tengan alguna operación clasificada como dudosa por razón de morosidad.

- b) Riesgo subestándar. Comprende todos los instrumentos de deuda y riesgos contingentes que, sin cumplir los criterios para clasificarlos individualmente como dudosos o fallidos, presentan debilidades que pueden suponer asumir pérdidas por la entidad superiores a las coberturas por deterioro de los riesgos en seguimiento especial. En esta categoría se incluyen, entre otras: las operaciones de clientes que forman parte de colectivos en dificultades (tales como los residentes en una determinada área geográfica con un ámbito inferior al país, o los pertenecientes a un sector económico concreto, que estén atravesando dificultades económicas), para los que se estiman pérdidas globales superiores a las que corresponden a las categorías descritas en las letras anteriores, y las operaciones no documentadas adecuadamente.
- c) Riesgo dudoso por razón de la morosidad del cliente. Comprende el importe total de los instrumentos de deuda, cualquiera que sea su titular y garantía, que tengan algún importe vencido por principal, intereses o gastos pactados contractualmente, con más de tres meses de antigüedad, salvo que proceda clasificarlos como fallidos; y los riesgos contingentes en los que el avalado haya incurrido en morosidad.

También se incluirán en esta categoría los importes de todas las operaciones de un cliente cuando los saldos clasificados como dudosos por razón de morosidad sean superiores al 25% de los importes pendientes de cobro. A los solos efectos de la determinación del porcentaje señalado, se considerarán, en el numerador, los saldos dinerarios vencidos e impagados por principal, intereses o gastos de las operaciones dudosas por razón de la morosidad o fallidas, y en el denominador, la totalidad de los riesgos dinerarios pendientes de cobro, excluidos los intereses no devengados. Si el porcentaje así calculado supera el 25%, se traspasarán a dudosos por razón de la morosidad tanto los riesgos dinerarios como los riesgos contingentes contraídos con el cliente, salvo los avales no financieros.

En los descubiertos y demás saldos deudores a la vista sin vencimiento pactado, el plazo para computar la antigüedad de los importes impagados se contará desde el primer requerimiento de reembolso que efectúe la entidad, o desde la primera liquidación de intereses que resulte impagada.

En las operaciones con cuotas de amortización periódica, la fecha del primer vencimiento a efectos de la clasificación de las operaciones en esta categoría será la correspondiente a la de la cuota más antigua de la que, en la fecha del balance, permanezca impagado algún importe por principal o intereses.

Las operaciones clasificadas en esta categoría se podrán reclasificar a riesgo normal si, como consecuencia del cobro de parte de las cuotas impagadas, desaparecen las causas que motivaron su clasificación como activos dudosos de acuerdo con lo indicado en los párrafos anteriores, salvo que subsistan otras razones para clasificarlas como dudosas.

La prórroga o reinstumentación de las operaciones no interrumpe su morosidad, ni producirá su reclasificación a una de las categorías anteriores, salvo que exista una razonable certeza de que el cliente puede hacer frente a su pago en el calendario previsto o se aporten nuevas garantías eficaces, y, en ambos casos, se perciban, al

menos, los intereses ordinarios pendientes de cobro, sin tener en cuenta los intereses de demora.

A los efectos del párrafo anterior, se consideran garantías eficaces las siguientes: garantías pignoraticias sobre depósitos dinerarios, instrumentos de capital cotizados y valores representativos de deuda emitidos por emisores de reconocida solvencia; garantías hipotecarias sobre viviendas, oficinas y locales polivalentes terminados y fincas rústicas, deducidas, en su caso, las cargas previas; y garantías personales (avales, fianzas, incorporación de nuevos titulares, etc.) que impliquen la responsabilidad directa y solidaria de nuevos garantes ante la entidad, que sean personas o entidades cuya solvencia patrimonial esté lo suficientemente contrastada como para asegurar el reembolso total de la operación en los términos acordados. El importe de estas garantías ha de cubrir plenamente el riesgo que garanticen.

Se considera que tienen carácter polivalente todas las oficinas y locales que, sin alteración estructural o arquitectónica, sean susceptibles de utilización para distintas actividades empresariales y por parte de distintas empresas o agentes económicos, sin que existan limitaciones legales o administrativas que restrinjan apreciablemente su uso o la posibilidad de su venta.

- d) Riesgo dudoso por razones distintas de la morosidad del cliente. Comprende los instrumentos de deuda, vencidos o no, en los que, sin concurrir las circunstancias para clasificarlos en las categorías de fallidos o dudosos por razón de la morosidad del cliente, se presenten dudas razonables sobre su reembolso total (principal e intereses) en los términos pactados contractualmente; así como los riesgos contingentes y compromisos contingentes no calificados como dudosos por razón de la morosidad del cliente cuyo pago por la entidad sea probable y su recuperación dudosa.

En esta categoría se incluirían, entre otras: las operaciones de los clientes en situaciones que supongan un deterioro de su solvencia, tales como patrimonio negativo, pérdidas continuadas, retraso generalizado en los pagos, estructura económica o financiera inadecuada, flujos de caja insuficientes para atender las deudas o imposibilidad de obtener financiaciones adicionales; los saldos reclamados y aquellos sobre los que se haya decidido reclamar judicialmente su reembolso por la entidad, aunque estén garantizados; las operaciones sobre las que el deudor haya suscitado litigio de cuya resolución dependa su cobro; las operaciones de arrendamiento financiero en las que la entidad haya decidido rescindir el contrato para recuperar la posesión del bien; las operaciones de los clientes que estén declarados o conste que se van a declarar en concurso de acreedores sin petición de liquidación, así como el conjunto de las operaciones (incluidos los riesgos y compromisos contingentes para los que se estime que se tengan que realizar desembolsos) de los clientes con algún saldo calificado como dudoso por razón de su morosidad que no alcancen el porcentaje señalado en letra c) anterior, si después de su estudio individualizado se concluye que existen dudas razonables sobre su reembolso total (principal e intereses). También se incluirán los riesgos contingentes de los avalados declarados en concurso de acreedores para los que conste que se haya declarado o se vaya a declarar la fase de liquidación, o sufran un deterioro notorio e irrecuperable de su solvencia, aunque el beneficiario del aval no haya reclamado su pago. Los riesgos de clientes declarados en convenio de acreedores sin petición de liquidación se reclasificarán a la categoría de riesgo normal cuando el acreditado haya pagado, al menos, el 25% de los créditos de la entidad afectados por la suspensión de pagos –una vez descontada, en su caso, la quita acordada–, o hayan transcurrido 2 años desde la inscripción en el Registro Mercantil del auto de aprobación del convenio de acreedores, siempre que dicho convenio se esté cumpliendo fielmente y la evolución de la situación patrimonial y financiera de la empresa elimine las dudas sobre el reembolso total de los débitos. Los riesgos en los que se incurra con posterioridad a la aprobación del convenio de acreedores no necesitarán calificarse como dudosos en tanto se cumpla el convenio y no se tengan dudas razonables sobre su cobro.

e) Riesgo fallido. En esta categoría se incluirá el importe de los instrumentos de deuda, vencidos o no, para los que después de un análisis individualizado se considere remota su recuperación y proceda darlos de baja del activo. Salvo prueba en contrario, en esta categoría se incluirían todos los débitos, excepto los importes cubiertos con garantías eficaces suficientes, de los clientes que estén declarados en concurso de acreedores para los que conste que se haya declarado o se vaya a declarar la fase de liquidación, o sufran un deterioro notorio e irrecuperable de su solvencia, y los saldos de las operaciones clasificadas como dudosas por razón de morosidad con una antigüedad superior a cuatro años.

La clasificación en esta categoría no implica que la entidad interrumpa las negociaciones y actuaciones legales para recuperar su importe.

## B) RIESGO DE CRÉDITO POR RAZÓN DE RIESGO-PAÍS

8. Los instrumentos de deuda no valorados por su valor razonable con cambios en la cuenta de pérdidas y ganancias, así como los riesgos contingentes, cualquiera que sea el cliente, se analizarán para determinar su riesgo de crédito por razón de riesgo-país.

A estos efectos, por riesgo-país se entiende el riesgo que concurre en los clientes residentes en un determinado país por circunstancias distintas del riesgo comercial habitual. El riesgo-país comprende el riesgo soberano, el riesgo de transferencia y los restantes riesgos derivados de la actividad financiera internacional según se definen a continuación:

- a) Riesgo soberano es el de los acreedores de los estados o de entidades garantizadas por ellos, en cuanto pueden ser ineficaces las acciones legales contra el prestatario o último obligado al pago por razones de soberanía.
  - b) Riesgo de transferencia es el de los acreedores extranjeros de los residentes de un país que experimenta una incapacidad general para hacer frente a sus deudas, por carecer de la divisa o divisas en que estén denominadas.
  - c) Restantes riesgos derivados de la actividad financiera internacional son los resultantes de alguna de las situaciones siguientes: guerra civil o internacional, revolución, cualquier acontecimiento similar o de carácter catastrófico; los acontecimientos de especial gravedad políticos o económicos, como las crisis de balanza de pagos o las alteraciones significativas de la paridad monetaria que originen una situación generalizada de insolvencia; la expropiación, nacionalización o incautación dictadas por autoridades extranjeras, y las medidas expresas o tácitas adoptadas por un gobierno extranjero o por las autoridades españolas que den lugar al incumplimiento de los contratos.
9. Las operaciones se asignarán al país de residencia del cliente a la fecha del análisis, salvo en los siguientes casos en los que se clasificarán como se indica a continuación:
- a) Los que estén garantizados por residentes de otro país mejor clasificado, o por CESCE u otros residentes en España, por la parte garantizada, que se clasificarán en el grupo que corresponda incluir al garante siempre que éste tenga capacidad financiera suficiente para hacer frente a los compromisos asumidos.
  - b) Los que tengan garantías reales, por la parte garantizada, siempre que la garantía sea suficiente, y la cosa objeto de la garantía se encuentre y sea realizable en España u otro país del grupo 1, que se clasificarán entre los riesgos del grupo 1.
  - c) Los riesgos con sucursales en el extranjero de una entidad, que se clasificarán en función de la situación del país de residencia de la sede central de dichas sucursales.
10. Los instrumentos de deuda y riesgos contingentes se clasificarán en función de su riesgo-país en los grupos 1 a 6 que se indican en este apartado. Para ello, las entidades realizarán una apreciación global del riesgo de los países a los que se imputen las operaciones en función de su evolución económica, situación política, marco regulatorio e institucional, y capacidad y experiencia de pagos. A estos efectos, tendrán en cuenta los siguientes indicadores relativos al país:
- a) La experiencia de pagos, con especial atención, en su caso, al cumplimiento de los acuerdos de renegociación y a los pagos a realizar a las instituciones financieras internacionales.
  - b) La situación financiera externa, teniendo en cuenta especialmente, los indicadores de deuda externa total, deuda externa a corto plazo, servicio de la deuda con respecto al Producto Interior Bruto y a las exportaciones, y las reservas exteriores.
  - c) La situación económica, basándose fundamentalmente en:
    - (i) Indicadores relativos a los agregados presupuestarios, monetarios y de balanza de pagos.
    - (ii) Indicadores relativos al crecimiento económico (nivel de renta, tasas de ahorro o de inversión, crecimiento del PIB, etc.) y de vulnerabilidad (diversificación de las exportaciones, dependencia de la ayuda, etc.).
  - d) Indicadores de mercado, en especial, se tendrán en cuenta las calificaciones crediticias efectuadas por agencias de calificación de reconocido prestigio, las cotizaciones de las deudas en el mercado secundario, el acceso a los mercados y los diferenciales de tipo de interés de la deuda.
- Las operaciones se clasificarán en los siguientes grupos teniendo en cuenta la importancia relativa de los indicadores anteriores:
- (a) Grupo 1. En este grupo se incluirán las operaciones con obligados finales residentes en países de la Unión Europea, Noruega, Suiza, Islandia, Estados Unidos, Canadá, Japón, Australia y Nueva Zelanda.
  - (b) Grupo 2. En este grupo se incluirán las operaciones con obligados finales residentes en países, que aún siendo de bajo riesgo, no estén incluidos en el grupo 1.
  - (c) Grupo 3. En este grupo se incluirán, al menos, las operaciones con obligados finales residentes en países que presenten un deterioro macroeconómico significativo que se estime que pueda afectar a la capacidad de pago del país. El citado deterioro puede manifestarse a través de: déficit significativos y persistentes en la balanza de pagos por cuenta corriente, proporciones altas de la deuda a corto plazo respecto a la deuda externa total o a las reservas exteriores netas, depreciaciones intensas del tipo de cambio o alteraciones importantes en el régimen cambiario (tales como abandono o riesgo inminente de abandono de arreglos monetarios como currency boards o sistemas de flotación controlada de la divisa), fuertes caídas en los precios de las bolsas de valores, ratios de deuda externa y de servicio de esa deuda muy superiores a los de los países clasificados en los grupos 1 y 2 o los de países de su entorno.
  - (d) Grupo 4. En este grupo se incluirán, al menos, las operaciones con obligados finales residentes en países que presenten un deterioro macroeconómico profundo que se estime que pueda afectar seriamente a la capacidad de pago del país. En este grupo se incluirán las operaciones imputadas a países clasificados en el grupo 3 que sufran un empeoramiento en los indicadores mencionados en la letra anterior.
  - (e) Grupo 5. En este grupo se incluirán las operaciones con obligados finales residentes en países que presenten dificultades prolongadas para hacer frente al servicio de su deuda, considerándose dudosa la posibilidad de recobro.
  - (f) Grupo 6. En esta categoría se incluirán las operaciones cuya recuperación se considere remota debido a las circunstancias imputables al país. En todo caso, en este grupo se incluirán las operaciones con obligados finales residentes en países que hayan repudiado

sus deudas o no hayan atendido su amortización ni el pago de intereses durante cuatro años.

Las operaciones con organismos multilaterales integrados por países clasificados en los grupos 3, 4 y 5 se clasificarán en el grupo en que se sitúe el mayor número de los países participantes, salvo los bancos multilaterales de desarrollo enumerados en la norma decimotercera, apartado 1.II.a), de la Circular 5/1993, de 26 de marzo, que se clasificarán en el grupo 1. Si hubiese razones objetivas para una mejor clasificación, se elevará consulta razonada al Banco de España proponiendo la que se estime procedente.

11 Los instrumentos de deuda y riesgos contingentes clasificados en los grupos 3 a 6, salvo las operaciones excluidas de cobertura por riesgo-país según lo dispuesto en el siguiente apartado, se clasificarán a efectos de la estimación del deterioro por razón de riesgo-país en las siguientes categorías:

- a) Riesgo subestándar por riesgo-país: Las operaciones clasificadas en los grupos 3 y 4, salvo que las operaciones se deban clasificar como dudosas o fallidas por riesgo imputable al cliente.
- b) Riesgo dudoso por riesgo-país: Las operaciones clasificadas en el grupo 5 y los riesgos contingentes y compromisos contingentes clasificados en el grupo 6, salvo que se deban clasificar como dudosos o fallidos por riesgo imputable al cliente.
- c) Riesgo fallido por riesgo-país: Las operaciones clasificadas en el grupo 6, salvo que las operaciones se deban clasificar como fallidas por riesgo imputable al cliente. Los instrumentos de deuda clasificados en esta categoría se darán de baja del activo.

12 Los siguientes instrumentos de deuda y riesgos contingentes se excluirán de cobertura por riesgo-país:

- a) Los riesgos imputados a un país, cualquiera que sea la moneda en la que estén denominados, registrados en entidades dependientes y multigrupo radicadas en el país de residencia del titular; los riesgos en moneda local cualquiera que sea el titular registrados en sucursales radicadas en el país de residencia del titular; y los riesgos que no sean frente a Administraciones Públicas denominados en la moneda del país del titular registrados en los estados financieros de sucursales o entidades dependientes o multigrupo radicadas en un país diferente al de residencia del titular.
- b) Los créditos comerciales, dinerarios o no, y los financieros derivados de los mismos, con vencimiento no superior a un año desde la fecha de utilización del crédito inicial.
- c) Los créditos de prefinanciación con plazos iguales o inferiores a seis meses sobre contratos de exportación específicos, siempre que los citados créditos tengan como vencimiento la fecha de la exportación.
- d) Las operaciones interbancarias con las sucursales radicadas en Estados miembros del Espacio Económico Europeo de entidades de crédito extranjeras localizadas en otros países, siempre que dichas sucursales en sus estados financieros para la cobertura de su riesgo de crédito apliquen criterios equiparables a los señalados en este anejo.
- e) Las operaciones del sector privado de países pertenecientes a la zona monetaria de una divisa emitida por un país clasificado en el grupo 1.
- f) Los activos financieros de cualquier clase, adquiridos para su colocación a terceros en el marco de una cartera gestionada separadamente con este propósito, con menos de seis meses en poder de la entidad.

### III. COBERTURA DE LA PÉRDIDA POR DETERIORO DEL RIESGO DE CRÉDITO

13. Las entidades en el cálculo de los importes necesarios para la cobertura del riesgo de crédito aplicarán los siguientes criterios:

- a) Calcularán conforme a lo dispuesto en este anejo el importe necesario para la cobertura, por un lado, del riesgo de insolvencia imputable al cliente y, por otro, del riesgo-país. Cuando se den simultáneamente razones para la cobertura de una operación por ambos tipos de riesgo, se aplicarán los criterios de cobertura más exigentes que puedan corresponderle.
- b) Las entidades desarrollarán modelos internos para calcular las coberturas a realizar por los conceptos de riesgo de insolvencia y riesgo-país, que tomarán como referencia obligatoria la metodología que se describe en los siguientes apartados. Dichos modelos deberán formar parte de un sistema adecuado de medición y gestión del riesgo de crédito y utilizar parámetros obtenidos de datos procedentes de la base histórica de la entidad, que deberá abarcar un ciclo económico completo y no estar sesgada por un crecimiento del negocio que afecte a su representatividad. Cuando el Banco de España establezca los restantes requisitos mínimos que deben cumplir los modelos y previa verificación de conformidad, las entidades podrán utilizar sus modelos internos para la confección de sus estados financieros.
- c) Las coberturas a realizar a los activos financieros transferidos que permanezcan en el balance por no cumplir los requisitos que establece la norma vigésima tercera para darlos de baja serán los que correspondan a dichos activos con el límite de las pérdidas que como máximo asuma la entidad.
- d) Los valores de tasación de los bienes inmuebles localizados en España serán los que figuren en informes realizados por sociedades de tasación inscritas en el Registro Oficial del Banco de España aplicando los criterios que establece la Orden ECO/805/2003, de 27 de marzo. En los supuestos de ejecución de las garantías y cuando se haya producido un deterioro evidente en los bienes inmuebles, dichos informes se actualizarán y realizarán por una sociedad de tasación independiente de acuerdo con los criterios señalados en el apartado 5 de la norma decimacuarta.
- e) En los estados consolidados, las coberturas de las pérdidas por deterioro del riesgo de crédito existentes en los balances oficiales de las entidades dependientes en el extranjero calculadas de acuerdo con la normativa local vigente, con opinión sin salvedades por los

auditores externos, no se podrán liberar; sin perjuicio, de que deban realizarse coberturas adicionales en caso de que no sean suficientes de acuerdo con los criterios fijados por esta Circular.

- f) El conjunto de las coberturas existentes en todo momento será la suma de las correspondientes a las pérdidas por operaciones específicas (cobertura específica) y a las pérdidas inherentes o no asignadas específicamente (cobertura genérica) correspondientes al riesgo de insolvencia del cliente, más la cobertura por riesgo-país.

## A) COBERTURA DEL RIESGO DE INSOLVENCIA DEL CLIENTE

### 1. Cobertura específica

#### 1.1. Instrumentos de deuda

14. Los instrumentos de deuda no valorados por su valor razonable con registro de las variaciones de valor en la cuenta de pérdidas y ganancias clasificados como dudosos se cubrirán de acuerdo con los criterios que se indican en los siguientes apartados.

##### 1.1.1. Activos dudosos por razón de la morosidad del cliente

15. Las entidades evaluarán los activos clasificados como dudosos por razón de la morosidad del cliente de manera individualizada, en especial los de cuantía significativa, para estimar las coberturas por deterioro, teniendo en cuenta la antigüedad de los importes impagados, las garantías aportadas y la situación económica del cliente y garantes.

Adicionalmente, las entidades desarrollarán métodos para el cálculo de coberturas colectivas para estos activos en los que los importes se determinarán en función de la antigüedad de los impagos. Para ello, las entidades clasificarán sus activos en función de la antigüedad de las cuotas impagadas y de las garantías existentes, y mantendrán bases de datos estadísticas históricas sobre su evolución y resultado final.

16. El Banco de España, sobre la base de su experiencia y de la información que tiene del sector bancario español, ha estimado los porcentajes mínimos de cobertura por calendario de morosidad que se indican en los siguientes apartados. Los porcentajes de cobertura incluidos en dichos calendarios de morosidad tienen en cuenta el valor temporal del dinero. Las entidades deberán aplicar, al menos, dichos porcentajes en la estimación de las coberturas específicas para la evaluación colectiva de las pérdidas correspondientes a las operaciones registradas en entidades españolas y de las registradas a nombre de residentes españoles en entidades dependientes extranjeras. El Banco de España actualizará periódicamente dichos calendarios de acuerdo con la evolución de los datos del sector, mediante la modificación correspondiente de esta Circular.

Para la estimación de la cobertura específica correspondiente a operaciones con no residentes en España registradas en entidades dependientes extranjeras, se aplicarán los métodos y criterios que se indican en los siguientes apartados, utilizando calendarios de morosidad adaptados a las circunstancias particulares del país en el que opere la entidad dependiente. A estos efectos, las entidades tomarán como referencia exigible las escalas que se incluyen en el siguiente apartado.

17. Los activos clasificados como dudosos por razón de la morosidad del cliente, salvo los regulados en los siguientes apartados, se cubrirán aplicando los porcentajes que se indican a continuación en función del tiempo transcurrido desde el vencimiento de la primera cuota o plazo que permanezca impagado de una misma operación:

#### a) Operaciones sin garantía real

Los porcentajes de cobertura aplicables a las operaciones distintas de las enumeradas entre las clases de riesgo como "sin riesgo apreciable", siempre que no cuenten con alguna de las garantías mencionadas en la letra b) ni en el siguiente apartado, serán las que se señalan a continuación, distinguiendo según que el cliente sea una empresa o empresario individual u otro tipo de cliente:

Empresas y empresarios	Resto de clientela
Hasta 6 meses	5,3% 4,5%
Más de 6 meses, sin exceder de 12	27,8% 27,4%
Más de 12 meses, sin exceder de 18	65,1% 60,5%
Más de 18, sin exceder de 24	95,8% 93,3%
Más de 24 meses	100 % 100 %

La escala anterior se aplicará a las operaciones clasificadas como dudosas por morosidad del cliente por acumulación de importes morosos en otras operaciones. A estos efectos, se considerará como fecha para el cálculo del porcentaje de cobertura de estas operaciones la del importe vencido más antiguo que permanezca impagado, o la de la calificación de los activos como dudosos si es anterior.

Cuando no sea posible identificar las operaciones que realizan las personas físicas en su calidad de empresarios, se les aplicarán a todas sus operaciones los porcentajes establecidos para el resto de la clientela.

#### b) Operaciones con garantía real

Los porcentajes de cobertura de estas operaciones serán, en función del tipo de garantía, los que se indican a continuación:

##### (i) Operaciones con garantía real sobre viviendas terminadas

El porcentaje de cobertura a aplicar a los instrumentos de deuda que cuenten con garantía de primera hipoteca sobre viviendas terminadas, así como a los arrendamientos financieros sobre tales bienes, siempre que su riesgo vivo sea igual o inferior al 80% del valor de tasación de las viviendas, será el 2%.

Transcurridos tres años sin que se extinga la deuda o la entidad adquiera la propiedad de las viviendas, se considerará que la entidad no puede o tiene la intención de adjudicárselas, y se aplicarán a los riesgos vivos los siguientes porcentajes de cobertura:

- Más de 3 años, sin exceder de 4 años 25%
- Más de 4 años, sin exceder de 5 años 50%
- Más de 5 años, sin exceder de 6 años 75%
- Más de 6 años 100%

No obstante lo anterior, el porcentaje de cobertura a aplicar a las operaciones clasificadas como dudosas por morosidad del cliente por acumulación de importes morosos en otras operaciones, mientras se hallen al corriente de pago, será del 1%.

A estos efectos, se consideran viviendas los inmuebles utilizados como despachos, oficinas, etc., siempre que hubiesen sido construidos con fines residenciales, sigan siendo legalmente susceptibles de dicho uso y no requieran una transformación importante para su reutilización como vivienda.

Si finalmente la entidad adquiere las viviendas, se liberarán las coberturas por riesgo de crédito previamente constituidas siempre que su valor de adquisición menos los costes estimados de venta (que serán al menos del 30% de dicho valor) sea superior al importe de la deuda sin considerar las coberturas, salvo que el valor de adquisición sea superior al valor hipotecario, en cuyo caso se tomará como referencia este último valor.

(ii) Otras operaciones con garantía real

Los porcentajes de cobertura aplicables a las operaciones que cuenten con garantías reales sobre bienes inmuebles, incluidas aquellas operaciones con garantías sobre viviendas terminadas excluidas de la letra b.(i) anterior, siempre que la entidad haya iniciado los trámites para ejecutar dichos bienes y éstos tengan un valor sustancial en relación con el importe de la deuda, serán los que se indican a continuación, distinguiendo según que el cliente sea una empresa o empresario u otro tipo de cliente:

Empresas y empresarios Resto de clientela

Hasta 6 meses 4,5% 3,8%

Más de 6 meses, sin exceder de 12 23,6% 23,3%

Más de 12 meses, sin exceder de 18 55,3% 47,2% Más de 18 meses, sin exceder de 24 81,4% 79,3% Más de 24 meses 100% 100%

La escala anterior se aplicará a las operaciones clasificadas como dudosas por morosidad del cliente por acumulación de importes morosos en otras operaciones. A estos efectos, se considerará como fecha para el cálculo del porcentaje de cobertura de éstas operaciones la del importe vencido más antiguo que permanezca impagado, o la de la calificación de los activos como dudosos si es anterior.

Cuando no sea posible identificar las operaciones que realizan las personas físicas en su calidad de empresarios, se les aplicarán a todas sus operaciones los porcentajes fijados para el resto de la clientela.

Si finalmente la entidad adquiere las viviendas, se liberarán las coberturas por riesgo de crédito previamente constituidas siempre que su valor de adquisición menos los costes estimados de venta (que serán al menos del 30% de dicho valor) sea superior al importe de la deuda sin considerar las coberturas, salvo que el valor de adquisición sea superior al valor hipotecario, en cuyo caso se tomará como referencia este último valor.

18. Las operaciones a nombre de clientes distintos de aquellos a los que se refiere el siguiente apartado que cuenten con alguna de las garantías pignoratias que se indican a continuación se cubrirán aplicando los siguientes criterios:
  - a) Las operaciones que cuenten con garantías dinerarias parciales se cubrirán aplicando a la diferencia entre el importe por el que estén registradas en el activo y el valor actual de los depósitos los porcentajes de cobertura del apartado anterior correspondientes a las operaciones sin garantía.
  - b) Las operaciones que cuenten con garantías pignoratias parciales sobre participaciones en instituciones financieras monetarias o valores representativos de deuda emitidos por las Administraciones Públicas o entidades de crédito mencionadas en las clases de riesgo como "sin riesgo apreciable", u otros instrumentos financieros cotizados en mercados activos, se cubrirán aplicando a la diferencia entre el importe por el que estén registradas en el activo y el 90 por ciento del valor razonable de dichos instrumentos financieros los porcentajes de cobertura del apartado anterior correspondientes a las operaciones sin garantía.
19. Las operaciones enumeradas entre las clases de riesgo como "sin riesgo apreciable" se analizarán individualmente, siendo la cobertura necesaria la diferencia entre el importe registrado en el activo y el valor actual de los flujos de efectivo que se espera cobrar.
20. En las operaciones de arrendamiento financiero, las cuotas vencidas no cobradas hasta el momento de recuperar materialmente la posesión o el uso de los bienes cedidos seguirán el tratamiento de cobertura previsto para las restantes operaciones.

Cuando se haya decidido rescindir el contrato para recuperar el bien, si éste tuviese un valor razonable inferior al valor en libros del arrendamiento financiero, se procederá a realizar una corrección de valor por deterioro de activos por el importe estimado de la pérdida; en tanto se determine el valor razonable con las peritaciones o valoraciones que procedan, el importe de la corrección de valor no será inferior al 10% del valor en libros del arrendamiento financiero en el caso de bienes inmuebles (excepción hecha de los destinados a vivienda, oficinas o locales comerciales polivalentes, que no requerirán cobertura adicional), y del 25% en el caso de las instalaciones y los bienes muebles.
21. Las operaciones en las que concurren otras circunstancias, además de la morosidad, para calificarlas como dudosas se cubrirán por el importe que suponga más exigencia. Las operaciones de importe significativo para la entidad se analizarán individualmente para determinar si procede cubrir las por encima de los porcentajes indicados en los apartados anteriores

#### 1.1.2 Activos dudosos por razones distintas de la morosidad del cliente

22. Los instrumentos de deuda clasificados como dudosos por razones distintas de la morosidad se analizarán individualmente. Su cobertura será igual a la diferencia entre el importe registrado en el activo y el valor actual de los flujos de efectivo que se espera cobrar.

Con carácter general, la cobertura de estas operaciones no podrá ser inferior al 25% de los saldos calificados como dudosos. Cuando la calificación como dudoso se haya realizado porque el cliente presenta una estructura económica o financiera inadecuada, su cobertura será, al menos, del 10%. La cobertura de los riesgos de clientes declarados en convenio de acreedores para los que no se haya iniciado la fase de liquidación se rebajará al 10% cuando, transcurrido un año desde la inscripción en el Registro Mercantil del auto de aprobación del convenio, se esté cumpliendo fielmente el mismo y la evolución de la situación patrimonial y financiera de la empresa reduzca las incertidumbres sobre el reembolso de los débitos, todo ello salvo que se hayan pactado intereses notoriamente inferiores a los de mercado.

En las operaciones con garantía real sobre viviendas terminadas y en las operaciones de arrendamiento financiero sobre bienes inmuebles se realizarán las coberturas que correspondan una vez deducido del importe del riesgo el 70 por ciento del valor de tasación de los inmuebles siempre que no existan dudas sobre la posibilidad de separar el bien de la masa concursal y reintegrarlo, en su caso, a la de la entidad de crédito.

#### 1.1.3. Activos subestándar

23. Las operaciones clasificadas en la categoría de riesgo subestándar se analizarán para determinar su cobertura necesaria, que, necesariamente, será superior a la cobertura genérica que le correspondería de estar clasificada como riesgo normal. Además, las dotaciones netas que se realicen en el período en el que se clasifique una operación en esta categoría deberán ser superiores a las dotaciones que se deberían realizar de mantenerse la operación clasificada como riesgo normal.

En particular, se aplicarán los siguientes criterios:

- a) La cobertura a realizar para cada uno de los grupos homogéneos de instrumentos de deuda clasificados como riesgos subestándar por pertenecer a un colectivo en dificultades se estimará por algún procedimiento por el que se obtengan unos importes similares a la diferencia entre el importe registrado en el activo para dichos instrumentos y el valor actual de los flujos de efectivo que se espera cobrar para el grupo, descontados al tipo de interés contractual medio. En todo caso, los porcentajes de cobertura serán inferiores a los que le correspondería de aplicar los criterios del apartado 1.1.2 anterior.
- b) A los créditos que no se encuentren adecuadamente documentados cuyo importe sea superior a 25.000 euros se les aplicará un porcentaje de cobertura del 10%.

#### 1.2 Riesgos y compromisos contingentes

24. Los riesgos y compromisos contingentes dudosos, excepto los avales y demás cauciones, se provisionarán por un importe igual a la estimación de las cuantías que se espera desembolsar que se consideren no recuperables efectuada con criterios de prudencia valorativa. En el cálculo de las provisiones se aplicarán criterios similares a los fijados para los activos dudosos por razones distintas de la morosidad del cliente.

La calificación como dudoso de un riesgo o compromiso contingente implicará, en su caso, la reclasificación del importe que por él esté reconocido en la partida "periodificaciones" de pasivo a la partida "provisiones para riesgos y compromisos contingentes", así como la dotación de provisiones hasta alcanzar la cobertura necesaria de acuerdo con este anejo. Adicionalmente, se reconocerá una corrección de valor por deterioro de activos hasta el importe registrado, en su caso, en la partida "otros activos financieros", siempre y cuando el deudor principal avalado sea el responsable de hacer frente a las comisiones pendientes de pago asociadas con la garantía financiera, o dicho importe se considere de dudoso cobro.

25. Los avales y demás cauciones prestados clasificados como dudosos se provisionarán en un importe igual al que, con un criterio de prudencia valorativa, se estime no recuperable. En todo caso, los importes dudosos se cubrirán como mínimo con los porcentajes de cobertura establecidos para los activos dudosos con las siguientes precisiones:

##### a) Cobertura por razón de la morosidad del cliente

- (i) En los avales financieros clasificados como dudosos por razón de la morosidad de los riesgos que garantizan, así como en los riesgos dinerarios derivados de dichos avales, se aplicarán, en función de las garantías con las que cuente la entidad avalista, los mismos porcentajes de cobertura que, por razón de morosidad, correspondiesen a los riesgos dinerarios que garantizan, tomando como fecha determinante para contar el plazo para la fijación del porcentaje mínimo de cobertura la del vencimiento de la primera cuota o plazo del riesgo dinerario impagado por el avalado a sus prestamistas que permanezca, total o parcialmente, pendiente de pago a la fecha del balance.
- (ii) En los avales no financieros y en los riesgos dinerarios derivados de los mismos, la fecha que se debe tomar a efectos de la fijación del porcentaje mínimo de cobertura será la más antigua de las que el avalado haya sido requerido de pago por el beneficiario del aval entre las que, a la fecha del balance, permanezca impagado algún importe, salvo cuando la reclamación se hubiese efectuado directamente a la entidad avalista, en cuyo caso se tomará la fecha de este requerimiento.

- (iii) Se exceptúa de lo dispuesto en los puntos precedentes el importe de los riesgos cubierto por las garantías mencionadas en el apartado 7.a).(i) de esta anejo como "sin riesgo apreciable" .
  - b) Cobertura por razones distintas de la morosidad del cliente
    - (i) Los avales financieros se provisionarán íntegramente si los avalados están declarados en concurso de acreedores para los que se haya declarado o conste que se vaya a declarar la fase de liquidación o sufran un deterioro notorio e irrecuperable de su solvencia, aunque el beneficiario del aval no haya reclamado su pago.
    - (ii) Los avales financieros en los que el avalado presente patrimonio negativo o pérdidas continuadas, se encuentre en concurso de acreedores para el que no se haya declarado o vaya a declarar la fase de liquidación, o se manifieste un retraso generalizado en los pagos, o circunstancias similares, se provisionarán, al menos, en un 25 por ciento de su importe total, aunque el beneficiario del aval no haya reclamado su pago.
    - (iii) En los demás avales y garantías clasificados como dudosos por razones distintas de la morosidad, los importes no reclamados por el beneficiario del aval se provisionarán, al menos, en un 10 por ciento, y los reclamados se provisionarán con los porcentajes que, en función de la situación del avalado, corresponda aplicar conforme a los criterios que se establecen en los puntos (i) y (ii) anteriores.
    - (iv) Se exceptúa de lo dispuesto en los puntos precedentes el importe de los riesgos que dispongan de las garantías mencionadas en el apartado 7.a) (i) de este anejo, o de hipoteca sobre los bienes a los que se refiere el apartado 17.b) (i) de este anejo relativo a "operaciones con garantía real sobre viviendas terminadas", siempre que, en este último caso, no exista duda de que el riesgo dinerario que pudiera derivarse del aval gozaría de derecho de separación en un concurso de acreedores.
26. Los riesgos contingentes clasificados en la categoría de riesgo subestándar se analizarán para determinar su cobertura necesaria, que en todo caso será superior a la cobertura genérica que les correspondería de estar clasificados como riesgo normal.

## 2. Cobertura genérica

27. Las entidades cubrirán las pérdidas inherentes de los instrumentos de deuda no valorados por su valor razonable con cambios en la cuenta de pérdidas y ganancias, así como de los riesgos contingentes, clasificados como riesgo normal teniendo en cuenta la experiencia histórica de deterioro y las demás circunstancias conocidas en el momento de la evaluación. A estos efectos, las pérdidas inherentes son las pérdidas incurridas a la fecha de los estados financieros, calculadas con procedimientos estadísticos, que están pendientes de asignar a operaciones concretas.
28. El Banco de España, sobre la base de su experiencia y de la información que tiene del sector bancario español, ha determinado que el método e importe de los parámetros que las entidades deberán utilizar para el cálculo de los importes necesarios para la cobertura de las pérdidas por deterioro inherentes en los instrumentos de deuda y riesgos contingentes clasificados como riesgo normal, que estén registrados en las entidades españolas o correspondan a operaciones a nombre de residentes en España registradas en los libros de entidades dependientes extranjeras, es el que se desarrolla en el siguiente apartado. El Banco de España actualizará periódicamente, mediante la modificación correspondiente de esta Circular, los parámetros utilizados en el método de acuerdo con la evolución de los datos del sector.
- Para la estimación de la cobertura genérica correspondiente a operaciones con no residentes en España registradas en entidades dependientes extranjeras, se aplicarán los métodos y criterios que se indican en el apartado siguiente, adaptados a las circunstancias particulares del país en el que opere la entidad dependiente. A estos efectos, las entidades tomarán como referencia exigible los parámetros que se indican en la letra b) del siguiente apartado.
29. El método de estimación de la cobertura genérica mencionado en el apartado anterior es el siguiente:
- a) La dotación genérica a realizar en cada ejercicio será igual a (i) la suma del resultado de multiplicar el valor, positivo o negativo, de la variación en el periodo del importe de cada una de las clases de riesgo por el parámetro  $\alpha$  que les corresponda, más (ii) la suma del resultado de multiplicar el importe total de las operaciones incluidas en cada una de las clases de riesgo al final del periodo por su correspondiente parámetro  $\beta$  , menos (iii) el importe de la dotación neta para cobertura específica global realizada en el periodo.
  - b) Los parámetros  $\alpha$  y  $\beta$  tienen en cuenta la pérdida inherente histórica y los ajustes para adaptarlos a las circunstancias económicas actuales. Sus importes para cada una de las clases de riesgo son:
    - (i) Sin riesgo apreciable 0% 0 %
    - (ii) Riesgo bajo 0,6% 0,11%
    - (iii) Riesgo medio-bajo 1,5% 0,44%
    - (iv) Riesgo medio 1,8% 0,65%
    - (v) Riesgo medio-alto 2,0% 1,10%
    - (vi) Riesgo alto 2,5% 1,64%
  - c) El saldo global de la cobertura genérica deberá estar comprendido en todo momento entre el 33% y el 125% del importe que resulte de sumar el producto que se obtiene de multiplicar el importe de cada clase de riesgo por su correspondiente parámetro  $\alpha$ .



- d) Los importes a considerar como base para el cálculo de las provisiones genéricas para la cobertura de los riesgos contingentes serán los importes calculados según lo preceptuado en el apartado 2 de la norma sexagésima quinta de esta Circular ponderados por los porcentajes establecidos en la norma decimocuarta de la Circular 5/1993, de 26 de marzo.
- e) Las dotaciones netas para cobertura específica global son las dotaciones realizadas para la cobertura específica de insolvencias imputables al cliente de los instrumentos de deuda y riesgos contingentes menos las recuperaciones de dichas coberturas específicas y de activos fallidos realizadas en el período. Este concepto no incluye las dotaciones por riesgo-país.

#### B) COBERTURA DEL RIESGO-PAÍS

30. Los importe de los instrumentos de deuda y riesgos contingentes clasificados a efectos de riesgo-país en los grupos 3 a 6, con la excepción de las operaciones indicadas en el apartado 12 de este anejo, se deberán cubrir, al menos, con los siguientes porcentajes:

- a) Grupo 3.....10,1%
- b) Grupo 4..... 22,8%
- c) Grupo 5..... 83,5%
- d) Grupo 6..... 100%

No obstante lo anterior, los créditos interbancarios de plazo no superior a tres meses se cubrirán por el 50% de las coberturas establecidas en este apartado, siempre que el país esté incluido en los grupos 3 ó 4 a efectos de riesgo-país y haya atendido normalmente su servicio, sin prórrogas o renovaciones.

31. Los apoyos financieros, dinerarios o de firma, a sucursales y entidades dependientes y multigrupo residentes en países clasificados en los grupos 3 a 6 a efectos de riesgo-país, denominados en una moneda diferente de la del país en el que radiquen, darán lugar a la constitución de coberturas por riesgo-país en los estados individuales de las entidades que presten el apoyo, y, en su caso, también en los estados consolidados, aunque dichos apoyos no figuren en dichos estados como consecuencia de su proceso de elaboración, salvo que estuviesen financiando activos ya cubiertos por riesgo-país

## BIBLIOGRAFÍA

- BANCO DE ESPAÑA (2004). Circular 4/2004, de 22 de diciembre, a entidades de crédito, sobre normas de información financiera pública y reservada y modelos de estados financieros (BOE 30 diciembre 2004).
- BERNE UNION (2007). *2007 Yearbook*.
- BP (2007). *BP Statistical Review of World Energy*, junio.
- BURTON, DAVID y ALESSANDRO ZANELLO (2007). "Asia Ten Years After", *Finance & Development*, Volume 44, Number 2, International Monetary Fund, junio.
- CESCE (2006). *Informe Anual*.
- COLLIER, PAUL (2003). *Natural Resources, Development and Conflict: Channels of causation and Policy Interventions*, World Bank, 28 de abril.
- EICHENGREEN, BARRY, RICARDO HAUSMANN y UGO PANIZZA (2002). *Original Sin: The Pain, the Mystery, and the Road to Redemption*, Inter-American Development Bank, Washington, D.C. noviembre.
- EICHENGREEN, BARRY y MICHAEL MUSSA (1998). *Capital Account Liberalization: Theoretical and Practical Aspects*, IMF Occasional Paper 172.
- FEDERAL DEPOSIT INSURANCE CORPORATION (1999). *Guide to the Interagency Country Exposure Review Committee Process*, noviembre.
- IMF (2005). *Global Financial Stability Report*, septiembre.
- (2006). *Global Financial Stability Report*, abril.
- (2007a). *Global Financial Stability Report*, abril.
- (2007b). *World Economic Outlook*, abril.
- (2007c). *World Economic Outlook*, octubre.
- IRANZO, SILVIA y M.ª DEL CARMEN CARRASCO (2008). "La situación energética en Latinoamérica", *Boletín Económico*, Banco de España, febrero.
- IRANZO, SILVIA e ISABEL HERRERO (2007). "La estrategia de China en África", *Boletín Económico del ICE* n.º 2909, del 16 al 30 de abril.
- KHOURY, SARKIS JOSEPH y CHUNSHENG ZHOU (2003). "Country risk: existing models and new horizons", *Handbook of International Banking*, Andrew W. Mullineux y Victor Murinde (eds.), Edward Elgar, Cheltenham, UK. Northampton, MA, USA.
- NATH, HIRANYA K. (2004). *Country Risk Analysis: A Survey*, Southern Methodist University, marzo.
- REQUEIJO, JAIME (2006). *Anatomía de las crisis financieras*, McGraw Hill.
- SACHS, JEFFREY y ANDREW M. WARNER (1995). *Natural resource abundance and economic growth*, NBER Working Paper W5398.
- SÁIZ ÁLVAREZ, JOSÉ MANUEL (2007). *Credibilidad Monetaria y Currency Board Agreements (CBA): ¿Hacia la formación de una integración monetaria china?*, Universidad Antonio de Nebrija.
- SALA-I-MARTIN, XAVIER y ARVIND SUBRAMANIAN (2003). *Addressing the Natural Resource Curse: An Illustration from Nigeria*, IMF Working Paper 03/019, International Monetary Fund, Washington, D.C.
- SCHILLER, ROBERT (1981). "Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends?", *American Economic Review*.
- WORLD BANK (2006). *Doing Business 2007. How to reform*.
- CLUB DE PARIS. [www.clubdeparis.org](http://www.clubdeparis.org).
- ECONOMIST INTELLIGENCE UNIT. [www.eiu.com](http://www.eiu.com).
- FITCH. [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com).
- FREEDOM HOUSE. [www.freedomhouse.org](http://www.freedomhouse.org).
- INSTITUTE OF INTERNATIONAL FINANCE. [www.iif.com](http://www.iif.com).
- INTERNATIONAL MONETARY FUND. [www.imf.org](http://www.imf.org).
- JP MORGAN. <http://morganmarkets.com>.
- MOODY'S. [www.moody's.com](http://www.moody's.com).
- OECD. [www.oecd.org](http://www.oecd.org).
- STANDARD & POOR'S. [www.ratingsdirect.com](http://www.ratingsdirect.com).
- THE ECONOMIST. [www.economist.com](http://www.economist.com).
- WORLD BANK. [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org).

## PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

### DOCUMENTOS OCASIONALES

- 0501 JOSÉ RAMÓN MARTÍNEZ-RESANO: Size and heterogeneity matter. A microstructure-based analysis of regulation of secondary markets for government bonds.
- 0502 ALICIA GARCÍA-HERRERO, SERGIO GAVILÁ Y DANIEL SANTABÁRBARA: China's banking reform: an assessment of its evolution and possible impact.
- 0503 ANA BUISÁN, DAVID LEARMONTH Y MARÍA SEBASTIÁ BARRIEL: An industry approach to understanding export performance: stylised facts and empirical estimation.
- 0504 ANA BUISÁN Y FERNANDO RESTOY: Cross-country macroeconometric heterogeneity in EMU.
- 0505 JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA: Una larga fase de expansión de la economía española.
- 0506 VÍCTOR GARCÍA-VAQUERO Y JORGE MARTÍNEZ: Fiscalidad de la vivienda en España.
- 0507 JAIME CARUANA: Monetary policy, financial stability and asset prices.
- 0601 JUAN F. JIMENO, JUAN A. ROJAS Y SERGIO PUENTE: Modelling the impact of aging on Social Security expenditures.
- 0602 PABLO MARTÍN-ACEÑA: El Banco de Francia, el BPI y la creación del Servicio de Estudios del Banco de España a principios de la década de 1930. (Publicado el original en francés con el mismo número.)
- 0603 CRISTINA BARCELÓ: Imputation of the 2002 wave of the Spanish Survey of Household Finances (EFF).
- 0604 RAFAEL GÓMEZ Y PABLO HERNÁNDEZ DE COS: The importance of being mature: The effect of demographic maturation on global per-capita income.
- 0605 JUAN RUIZ Y JOSEP VILARRUBIA: Canales de reciclaje internacional de los petrodólares. (Existe una versión en inglés con el mismo número.)
- 0606 ALICIA GARCÍA-HERRERO Y SERGIO GAVILÁ: Posible impacto de Basilea II en los países emergentes.
- 0607 ESTHER GORDO, JAVIER JAREÑO Y ALBERTO URTASUN: Radiografía del sector de servicios en España.
- 0608 JUAN AYUSO, ROBERTO BLANCO Y FERNANDO RESTOY: House prices and real interest rates in Spain.
- 0701 JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA: Los principales rasgos y experiencias de la integración de la economía española en la UEM.
- 0702 ISABEL ARGIMÓN, FRANCISCO DE CASTRO Y ÁNGEL LUIS GÓMEZ: Una simulación de los efectos de la reforma del IRPF sobre la carga impositiva.
- 0703 YENER ALTUNBAŞ, ALPER KARA Y ADRIAN VAN RIXTEL: Corporate governance and corporate ownership: The investment behaviour of Japanese institutional investors.
- 0704 ARTURO MACÍAS Y ÁLVARO NASH: Efectos de valoración en la posición de inversión internacional de España.
- 0705 JUAN ÁNGEL GARCÍA Y ADRIAN VAN RIXTEL: Inflation-linked bonds from a central bank perspective.
- 0706 JAVIER JAREÑO: Las encuestas de opinión en el análisis coyuntural de la economía española.
- 0801 MARÍA J. NIETO Y GARRY J. SCHINASI: EU framework for safeguarding financial stability: towards an analytical benchmark for assessing its effectiveness.
- 0802 SILVIA IRANZO: Introducción al riesgo-país. (Publicado el original en inglés con el mismo número.)

**BANCO DE ESPAÑA**  
Eurosistema

Unidad de Publicaciones  
Alcalá, 522; 28027 Madrid  
Teléfono +34 91 338 6363. Fax +34 91 338 6488  
Correo electrónico: publicaciones@bde.es  
www.bde.es