

WORKING Papers

¿Quién asume el coste
en la crisis de deuda externa?

El papel de la Inversión
Extranjera Directa (IED)



¿Quién asume el coste en las crisis de deuda externa? El papel de la IED*

Jorge Blázquez
Servicio de Estudios de BBVA

Miguel Sebastián
Servicio de Estudios de BBVA

25-26 de noviembre de 2002
XV Simposio de Moneda y Crédito

1 Introducción

A comienzos de los años 90 el Plan Brady cerró la crisis de deuda externa que sufrieron los mercados latinoamericanos en los años 80. En los 90, y gracias en parte a dicho Plan, retornaron los capitales internacionales hacia América Latina. A pesar de ello, a finales de 1994, tiene lugar en México la primera gran crisis de balanza de pagos de la década. Esa crisis se solucionó gracias a la ayuda oficial sin que los inversores internacionales sufrieran pérdidas. La opinión dominante entre las economías más industrializadas del mundo (G7) es que el Tequilazo fue el origen del problema de *moral hazard* que originó el exceso de entradas de capitales que hubo en los mercados emergentes hasta 1998. Sin embargo, no está demostrada la existencia de dicho problema de *moral hazard*.¹ Pese a ello, los organismos internacionales y el G7 consideran necesario diseñar una nueva arquitectura financiera internacional que involucre de forma más activa al sector privado en la resolución de las crisis, frente a un mecanismo donde prevalecía un excesivo *bail-out* de los organismos multilaterales.

Respecto del párrafo anterior, merece la pena destacar que existen dos teorías contrapuestas y que son relevantes para entender cuál debe ser el papel de sector privado en las crisis financieras: la del *too much* y la del *too little*. La hipótesis económica del *too much* afirma que el elevado flujo de capital hacia los países

*Queremos agradecer los comentarios y sugerencias de Manuel Balmaseda, Juan Carlos Berganza, Bernardo Hernández, Carmen Hernansanz, Juan Martínez, Ángel Melguizo, Juan Antonio Rodríguez, Javier Santiso, Álvaro Piris y Luciana Taft. También agradecemos especialmente a Santiago Sanz su colaboración y ayuda técnica en el trabajo.

¹La crisis de México acontecida en diciembre de 1994 y la resolución de la misma habría sido el origen de gran parte del *moral hazard* que existe en la actualidad. Aunque los argumentos a favor del *moral hazard* son plausibles, un estudio de Lane y Phillips (2000), en el cual se analizan las crisis del Sudeste Asiático y de Brasil de 1999, sugiere que el impacto del *moral hazard* sobre los flujos de capital privados ha sido sobrestimado por muchos observadores y economistas. Finalmente, merece la pena señalar que, hasta la fecha, todos los paquetes de ayuda auspiciados por organismos multilaterales han sido devueltos íntegramente. Si bien es cierto que mucha de esta ayuda termina por convertirse en permanente.

emergentes observado en los últimos años de la década de los 90 está explicado, al menos en parte, por el *moral hazard*. Según esta opinión, la estrategia utilizada en el pasado por el Fondo Monetario Internacional (FMI) y las demás instituciones multilaterales para resolver las crisis habría sido una fuente importante de *moral hazard*. El motivo es que los paquetes de ayuda auspiciados por el FMI habrían evitado cualquier pérdida a los inversores internacionales en los países emergentes, lo que les incitaba a asumir más riesgos. En otras palabras, los ahorradores internacionales estarían invirtiendo en exceso, a sabiendas de que en caso de una crisis el FMI armaría un paquete de ayuda. Por el contrario, el argumento del *too little* iría en el sentido opuesto. Según esta opinión los flujos de capital en economías abiertas sugieren que el nivel de inversión observado hacia los países emergentes es sorprendentemente bajo. Desde esta perspectiva cualquier reforma de la vigente arquitectura internacional no debería desincentivar los flujos privados hacia las economías en desarrollo. Fernández-Arias y Hausmann (2000) ofrecen un detallado panorama de ambas teorías.

En este contexto, Allan Meltzer² presentó al Joint Economic Committee del Congreso de los Estados Unidos de América un testimonio donde ponía de relieve la necesidad de reformar los organismos multilaterales para dotar de mayor estabilidad a los mercados financieros internacionales. En ese mismo informe se señalaba que los inversores privados deberían asumir un mayor coste durante las crisis financieras. Esto es lo que se conoce como la involucración del sector privado en la resolución de crisis, o bien *private sector involvement (PSI)* o *bail-in* en terminología anglosajona.

Los párrafos anteriores sugieren cuál sería la naturaleza de los paquetes de ayudas internacionales auspiciados por el FMI a partir de entonces: éstos buscarían una distribución de los costes más igualitaria entre el sector oficial y los inversores privados.

A pesar de que está claro que, en principio, el sector privado tendrá que asumir más costes en la resolución de las crisis financieras, su grado de aplicación es un tema todavía abierto. En particular, no está claro como se mide el PSI. La mayoría del debate sobre este tema se centra en los bonos soberanos. Esto no es fruto de la casualidad, ya que buena parte de la deuda externa de los países emergentes son bonos denominados en moneda extranjera,³ frente a lo que ocurría en la década de los 80, cuando la deuda externa se componía principalmente de préstamos bancarios. Sin embargo, la Inversión Extranjera Directa (IED) no ha merecido prácticamente ninguna atención dentro del PSI.

De hecho, la presente crisis argentina tiene como factor diferenciado la fuerte presencia de la IED. Según el informe sobre “Grandes Empresas en la Argentina” del Instituto Nacional de Estadística y Censos, el 63% de las 100 mayores empresas del país estaban participadas por capital extranjero en el año 2000. Además, los datos de flujos de capital muestran la importancia creciente de la IED como forma de financiación de los mercados emergentes. Desde 1995 la IED es la principal fuente de financiación de los déficit por cuenta corriente. La inversión en cartera, pero sobre todo la bancaria, se está reduciendo.

Muchas de las crisis financieras de los países emergentes tienen su reflejo en una falta de financiación internacional que desemboca en una crisis de balanza de pagos. Para cerrar la brecha de financiación externa hay tres alternativas: un

²Lerrick y Meltzer (2001) recogen el testimonio de Meltzer a la Comisión del Congreso.

³Esto refleja que la demanda internacional se dirige hacia este tipo de activos.

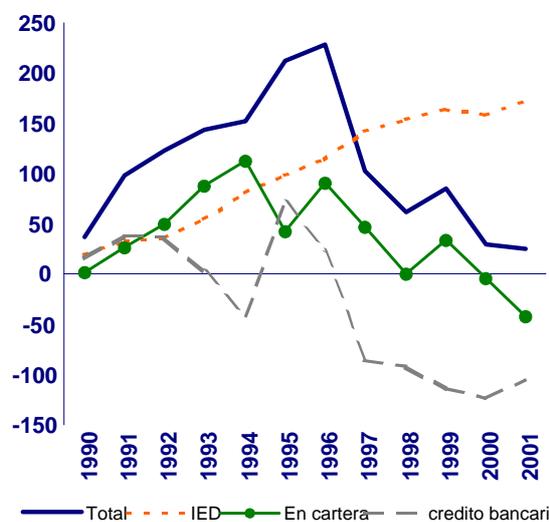


Figure 1: Flujos de capital privados netos hacia economías emergentes (billones USD). Fuente: FMI

aumento de las exportaciones netas, una reestructuración de la deuda externa y un paquete de ayuda externa. Las exportaciones netas aumentan mediante una recesión y una depreciación real del tipo de cambio. Si la brecha externa se cierra con este mecanismo, los inversores internacionales con bonos o préstamos mantienen el valor de sus inversiones, pero aquellos que optaron por la IED sufren una pérdida. La segunda alternativa de ajuste es una reestructuración que pasa por reducir el valor presente de la deuda externa o cambiar el perfil de pagos. En este caso son los dueños de los bonos y de los préstamos los que “pagan” la falta de financiación de la balanza de pagos. Finalmente, la ayuda oficial permite cerrar la brecha externa, siendo los organismos internacionales los que sufren el coste. De lo anterior se deduce que existe un *trade-off* entre las tres alternativas.

Pero, además, en el caso de los países de Latinoamérica las crisis financieras tienen, en general, una doble vertiente. Por un lado, son receptores sistemáticos de flujos de capital, por lo que las crisis de balanza de pagos son relevantes. Por otro, muchos de estos países carecen de un mercado financiero de activos a largo plazo denominado en su propia moneda. Esto es lo que Eichengreen y Hausmann (1999) denominan como el “pecado original”. La existencia del “pecado original” obliga a los gobiernos y, a veces, a los particulares a emitir deuda en moneda extranjera como principal forma de financiación. Esto es relativamente frecuente en aquellos países donde el sistema financiero está parcialmente dolarizado⁴: Bolivia, Perú y Uruguay entre otros. Además, están los países totalmente dolarizados: Ecuador, El Salvador y Panamá. Esto hace que las crisis de deuda pública (solventía fiscal) y de deuda externa (solventía

⁴Argentina tenía el sistema financiero dolarizado hasta comienzos de 2002 cuando tuvo lugar una “desdolarización” forzada.

externa) se entremezclen. Esto es relevante porque, en el caso de una crisis que obligara a un gobierno a hacer *default* sobre la deuda pública, los ahorristas internacionales asumirían el coste. Pero también los nacionales.

Aparte de lo anterior, el comportamiento de los inversores internacionales de capital en cartera desempeña un papel crucial en la generación de las crisis financieras. Los mercados de capitales operan bajo una fuerte volatilidad⁵, generando el “efecto rebaño” fuente de un elevado contagio. Dicho contagio puede desembocar, si es lo suficientemente intenso, en una crisis.

El reparto de los costes de las crisis financieras entre acreedores privados y organismos multilaterales, junto con el diseño de mecanismos para reducir el contagio financiero, son el corazón del debate acerca de la nueva arquitectura financiera internacional. Quizás podría discutirse si dicho debate está centrado sobre el problema más relevante. La IED pasa por ser una forma más saludable de financiar las economías⁶. Además, es la principal fuente de financiación de las economías emergentes. Sin embargo, si por algo destaca la IED en dicho debate es por su ausencia.

2 Crisis de solvencia y de liquidez. ¿Hay alguna diferencia práctica?

En general, cuando se habla de crisis financieras relacionadas con la deuda externa se distinguen dos tipos: las de solvencia y las de liquidez.⁷ Una crisis de liquidez ocurre cuando transitoriamente el país no dispone de suficiente financiación internacional para hacer frente a sus pagos en divisas.⁸ Por el contrario, una crisis de solvencia tiene lugar cuando el país no puede pagar su deuda externa, a pesar de disponer de “suficiente” financiación internacional.⁹ En la práctica ambos tipos de crisis se desarrollan igual y son difíciles de distinguir.

Lo anterior podría ser relevante desde el punto de vista del sector privado en caso de una crisis. La doctrina imperante en el G7 y en los organismos multilaterales es que, en caso de una crisis de solvencia, el sector privado debe asumir el coste. El argumento es que una inyección de liquidez por parte de los organismos multilaterales no implica una solución al problema que originó la crisis. Según esta doctrina los inversores privados invirtieron en un país que no era solvente desde el principio y, por lo tanto, deben asumir las pérdidas asociadas a una decisión equivocada. Sin embargo, cuando se trata de una crisis de liquidez la doctrina es que debe proveerse de ayuda internacional para solucionar un problema que es transitorio.

Distinguir, desde un punto de vista práctico, entre una crisis de liquidez o de solvencia es muy difícil. Todas la crisis, bien de solvencia o bien de liquidez, tienen lugar cuando se produce una falta de financiación que obliga a un ajuste brusco de la economía. No importa si el país es solvente o no, simplemente en un

⁵Sobretudo la inversión en cartera como pone de relieve Mognillansky(200)

⁶Para un mayor detalle véase Fernandez-Arias y Hausmann (2000b).

⁷Esta distinción es aplicable a todo tipo de crisis.

⁸Dado que nos referimos a la deuda externa, las crisis de liquidez están asociadas a una insuficiencia de divisas o moneda extranjera.

⁹Parece haber una contradicción en esta frase. Si la financiación es suficiente no puede haber crisis. Sin embargo, en teoría una crisis de solvencia tiene lugar porque la deuda externa es explosiva. Ello implica que en algún momento del tiempo los recursos, no importa el monto de los mismos, van a ser insuficientes.

determinado momento del tiempo se produce una escasez de capital extranjero, dadas una determinadas necesidades de financiación.

Las crisis pueden nacer de episodios de contagio intenso, o por un perfil inadecuado de vencimientos de la deuda. Si el nivel de vencimientos concentrados en un trimestre (o año) es exagerado pueden surgir problemas para refinanciar dichos vencimientos.

El contagio financiero juega un papel relevante. Se entiende por contagio financiero lo siguiente: en caso de una crisis en otro país, los activos del país contagiado pierden súbitamente valor sin que existan vínculos significativos de carácter real entre ambos países. Obviamente, lo anterior puede estar acompañado de una disminución de los flujos de capital privados hacia el país contagiado. Hay que destacar que existe también el contagio real en el que existen relaciones comerciales o de inversión relevantes entre el país origen de la crisis y el contagiado. Sin embargo, en los mercados emergentes los efectos del contagio real son mucho menos importantes, al contrario de lo que ocurre en el contagio financiero. Los episodios de contagio son relevantes porque pueden convertir una situación sostenible de deuda externa en una insostenible. Un aumento rápido de la deuda externa, fruto de un mayor nivel de *spread* (prima de riesgo), puede interpretarse como un problema de solvencia por el mercado. En este tipo de crisis, la confianza del mercado es crucial. Si el mercado percibe que una deuda es insostenible la situación se vuelve finalmente insostenible, a menos que se produzca un cambio sustancial de política económica.

El contagio financiero es un problema serio para la economía mundial, ya que obliga a muchos países a fuertes ajustes reales, pese a tener unos fundamentos económicos sólidos. Además, las espectaculares caídas en el valor de los activos en todos los países del mundo, emergentes y desarrollados, que tienen lugar en episodios de fuerte contagio, representan un riesgo sistémico global, como se puso de manifiesto durante la crisis rusa.

El FMI ha intentado mitigar el problema del contagio mediante la creación de una línea de créditos blandos llamada Contingent Credit Line (CCL). Estas líneas estarían destinadas a aquellos países con buenos fundamentos. La concesión de una de estas líneas, por parte del FMI, sería considerada como un premio. El objetivo del CCL es proporcionar liquidez durante las crisis en otros emergentes como forma de reducir el contagio y la probabilidad de que tenga lugar una crisis en el país en cuestión. Sin embargo, el éxito de esta iniciativa está por demostrar. Los países candidatos se resisten a solicitar una línea CCL por miedo a ser identificados por el mercado como un país con riesgo potencial.

3 El ajuste en las crisis de deuda externa

Para ilustrar como tiene lugar el ajuste en caso de una crisis merece la pena centrar la atención sobre la expresión de la balanza de pagos expresada en moneda extranjera:

$$B_{t-1}(1 + r_t) + \Delta R_t = B_t^m + B_t^p + I_t + XN_t \quad (1)$$

Donde B_{t-1} es el principal de la deuda externa vigente y r_t es el tipo de interés que paga la deuda en moneda extranjera¹⁰; I_t es la inversión extranjera

¹⁰En la práctica se trata del tipo de interés de la deuda a largo plazo norteamericana o

directa neta¹¹; XN_t son las exportaciones netas de bienes y servicios (básicamente es balanza por cuenta corriente excluyendo la carga de intereses); y ΔR_t es la variación de reservas. El subíndice t hace referencia al instante del tiempo. Por simplicidad, se asume que la deuda vence anualmente. Las variables B_t^p y B_t^m representan la nueva deuda externa privada y pública, respectivamente.

Esta expresión indica que la deuda externa, la carga de intereses y la acumulación de reservas se puede financiar con las entradas de capital procedentes de la inversión extranjera, las exportaciones netas y, obviamente, con más deuda externa.

Cuando tiene lugar una crisis por falta o escasez de financiación tiene que producirse un ajuste. Tiene lugar, al menos conceptualmente, un desequilibrio momentáneo en la Balanza de Pagos.

$$B_{t-1}(1 + r_t) > -\Delta R_t + B_t^m + B_t^p + I_t + XN_t \quad (2)$$

Pero como la expresión anterior no puede estar en desequilibrio debe producirse un ajuste.

Una peculiaridad de las crisis de balanza de pagos en los países emergentes es su intensidad. Calvo (2002) pone de relieve la mayor magnitud de los ajuste de balanza de pagos en los países emergentes, frente al de los países desarrollados.

Ajuste de déficit por Cuenta Corriente (% PIB)

	T-1	T	T+1	Cambio
		crisis		de T-1 a T+1
Mercados emergentes	-4.9	-4.0	-1.4	3.5
Economías desarrolladas	-2.8	-3.1	-2.1	0.7

Fuente: Calvo (2002)

3.1 La financiación oficial multilateral

Una forma de cerrar la brecha de financiación es mediante el aumento de los préstamos de los organismos multilaterales (B_t^m). En este caso la ayuda del sector oficial debe aumentar para cerrar la brecha. Si la brecha de financiación se cierra completamente habría un *bail-out* completo. A finales de 1994 tiene lugar en México la primera gran crisis de balanza de pagos de la década. Esa crisis de liquidez se solucionó gracias a la ayuda oficial sin que los inversores internacionales sufrieran pérdidas.¹²

A modo de ejemplo, se puede mostrar la ayuda ofrecida por la comunidad internacional en últimas crisis.

alemana, según la deuda esté denominada en dólares o euros, más un spread o prima de riesgo.

¹¹Por simplicidad, y por su menor importancia, se ignora la inversión en cartera destinada a la compra de renta variable. En principio, se debería sumar a la inversión extranjera directa, así como cualquier otra inversión que no sea directa o se contabilice como deuda externa.

¹²En realidad, la ayuda oficial permitió hacer frente a los vencimiento de Tesobonos que eran deuda denominada en pesos, pero cuyo rendimiento estaba indexado al tipo de cambio. Según la opinión dominante entre las economías más industrializadas del mundo (G7), el Tequilazo sería el origen del problema del *moral hazard* que originó el exceso entradas de capitales que hubo en los mercados emergentes hasta 1997-98.

Programas de ayuda (<i>miles de millones de dólares</i>)				
País	Fecha	Total	FMI	FMI (% cuota)
México	feb-95	50.0	17.8	688
Tailandia	ago-97	17.2	4.0	505
Indonesia	nov-97	40.0	10.0	490
Corea	dic-97	57.0	21.0	1938
Rusia	jul-98	36.6	25.6	557
Brasil	dic-98	41.5	18.0	600
Argentina	sep-01	27.4	21.5	814
Turquia	nov-01	19.0	19.0	1560
Brasil	ago-02	30.0	30.0	749
Uruguay	ago-02	3.8	2.8	691

Fuente: Martínez (2002) y elaboración propia

Como se observa la mayor ayuda otorgada por la comunidad internacional ha sido a Corea del Sur, aunque desde el punto de vista del FMI el principal beneficiario ha sido Rusia.¹³ Destaca la fuerte ayuda ofrecida a Turquía en 2001 (relativo a su cuota), casi el doble que la de Argentina¹⁴. Esto sugiere que los factores políticos podrían jugar, sin duda, un papel tan destacado como los económicos.¹⁵

3.2 El ajuste interno

Una forma alternativa de llevar a cabo el ajuste es mediante un aumento de las exportaciones netas. Como se observa, la crisis viene reflejada por la existencia de un gap o déficit de financiación que es necesario cubrir. Para restablecer el equilibrio de la expresión anterior se aumentan las exportaciones netas. Dicho aumento se consigue mediante una depreciación del tipo de cambio real o una contracción de la actividad, o ambas a la vez, que es lo más habitual. Esto sería el ajuste interno o doméstico cuyo coste lo asume el sector privado. Las exportaciones netas (XN) dependen, además, del crecimiento propio y del tipo de cambio real, del crecimiento de los socios comerciales y de otras variables como los precios de las materias primas¹⁶ o la política arancelaria. En particular, un mayor crecimiento interno aumenta las importaciones y, por tanto, reduce las exportaciones netas. Así, podemos de una manera muy simplificada escribir las exportaciones netas de la siguiente forma, dadas todas la demás variables constantes:

$$XN_t = f(g_t, \Psi) \quad (3)$$

$$\text{con } f' < 0, f'' > 0 \quad (4)$$

Donde f es una función continua e invertible. El parámetro Ψ recogería todas las demás variables que afectan a las exportaciones netas en moneda extranjera, por ejemplo, el tipo de cambio real, los precios de las materias primas,

¹³El paquete de ayuda firmado en agosto 2002 con Brasil no se ha desembolsado totalmente aún.

¹⁴Además, este programa no se ha desembolsado completamente.

¹⁵En este sentido incide el trabajo de Barro y Lee (2002)

¹⁶Muy relevante en el caso de Latinoamérica.

el crecimiento de los socios comerciales, etc. La variable g_t es el crecimiento real.

Se puede mostrar que con la recesión se reducen las exportaciones cerrando la brecha de financiamiento externo. Así el crecimiento, dado todo lo demás constante, que satisface la Balanza de Pagos sería el siguiente:

$$g_t = f^{-1}(B_{t-1}(1 + r_t) + \Delta R_t - B_t^m - B_t^p - I_t) \quad (5)$$

Cuanto mayor sea la financiación externa (privada u oficial), menor sea el servicio de la deuda y más reservas se utilicen, más se puede crecer.

Merece la pena destacar que, en la terminología al uso, el ajuste interno queda totalmente separado del *private sector involment*. Eso implica que, en caso de crisis, las pérdidas de las empresas extranjeras instaladas no se consideran dentro del coste de resolución de la crisis. Sin embargo, en los últimos años las economías latinoamericanas se han financiado en buena forma mediante IED y no tanto mediante deuda externa.

Financiación vía IED y deuda externa 1995-2001
(miles de millones de dólares)

	IED	Deuda externa	Diferencia IED-Deuda
Brasil	151.6	76.8	74.8
México	92.8	21.9	70.9
Venezuela	23.6	-5.2	28.7
Chile	34.9	15.8	19.2
Perú	13.1	-2.8	15.9
Ecuador	5.1	-0.7	5.9
Colombia	18.6	15.5	3.1
Argentina	67.8	66.8	1.1

Fuente: elaboración propia en base a CEPAL y LatinFocus

De hecho, existe un notable consenso de que la IED es una forma más saludable de financiar el déficit exterior que el endeudamiento. La IED genera externalidades sobre el resto de la economía que favorecen una mayor productividad y crecimiento. Sin embargo, en las crisis financieras sólo se presta atención a los inversores internacionales que tienen bonos o préstamos. Desde nuestro punto de vista, el PSI debe ser medido correctamente, lo que implica incluir las pérdidas que sufren las empresas protagonistas de la IED como parte del coste de la crisis que asumen los inversores internacionales.

De esta forma, el coste asociado al ajuste interno estaría vinculado al deterioro de las condiciones económicas para los agentes nacionales. Dicho deterioro incluiría la caída en los salarios reales, la pérdida de beneficios de las empresas nacionales, así como la reducción de la retribución al capital de propiedad nacional.

3.3 El Private Sector Involvement (PSI)

La forma en la que el sector externo privado puede involucrarse en la resolución de las crisis es doble. Por un lado, la principal forma de PSI consiste en reducir el servicio de la deuda, bien el principal o bien los intereses. Una segunda forma, más sutil, sería “obligar” a mantener el flujo inversor o las líneas de crédito a

pesar de la difícil situación económica. De esta forma, se suaviza el problema de falta de liquidez, pero a costa de un determinado grupo de inversores.

Usando la expresión de la balanza de pagos se hace necesario reducir el servicio de la deuda ($B_{t-1}(1+r_t)$) para restablecer el equilibrio. Eso es posible mediante una reducción del tipo de interés r_t , o bien mediante una reducción del stock de la deuda B_{t-1} . En ambos casos se trata de una reestructuración de la deuda externa.

Aunque no hay una definición precisa, este tipo de coste asociado a las crisis de deuda externa es lo que se entiende por *Private Sector Involvement (PSI)* o *bail-in*. Este sería el proceso por el cual se involucra a los inversionistas internacionales en la resolución de una crisis financiera y que implica que éstos deben asumir un coste. A modo de ejemplo se puede ilustrar este tipo de *PSI* con las reestructuraciones de deuda de Ecuador, Pakistan, Ucrania y Rusia.

PSI: Pérdidas asociadas a la reestructuración

	Fecha	Fecha de canje	Pérdida de valor facial
Ecuador	de <i>default</i>		
Brady Par 28/02/25	28/08/99	08/11/00	-60
Brady Disc. 28/02/25	28/08/99	08/11/00	-42
Brady PDI 27/02/15	28/11/99	08/11/00	-22
Rusia	de <i>default</i>		
Prins 15/12/20	02/12/98	17/08/00	-38
Lans 15/12/15	02/06/99	17/08/00	-33
Pakistan	oferta de canje		
Bono 26/02/02	15/11/99	06/12/99	0
Ucrania	oferta de canje		
Bono 20/02/01	04/02/00	07/04/00	0

Fuente: CDC Ixis

Como se puede ver en el cuadro, Rusia y Ecuador tenían un problema que requirió de una quita de deuda, que no fue uniforme entre los bonos, y con unas negociaciones que superaron el año en ambos casos. Los casos de Ucrania y Pakistán fueron diferentes. Estos países llevaron a cabo una negociación de reestructuración que apenas duró unos meses. No necesitaron de una quita de deuda. Aquí merece la pena señalar que hay crisis en las que un cambio en el perfil de las amortizaciones y pago de intereses puede solucionar el problema. En este caso no habría “quita de deuda”¹⁷ y, lógicamente, serían más sencillas de resolver.

Otra forma de PSI sería la asociada a las líneas de crédito (en nuestra expresión de balanza de pagos, sería aumentado B_t^p). El ejemplo más claro es el de las líneas bancarias. Durante la crisis de Brasil, a finales de 1998, y principios de 1999 desde distintas instancias oficiales, se pidió a los bancos comerciales que mantuvieran sus líneas de crédito abiertas. Este comportamiento contrasta con el de otros agentes económicos que aprovecharon los créditos para sacar recursos

¹⁷Esta es una posible forma de distinguir entre una crisis de liquidez y una de solvencia. Una vez finalizada y superada la crisis, si un cambio en el perfil de vencimientos, a tasas de mercado, ha resuelto satisfactoriamente la crisis entonces estamos ante una crisis de liquidez. Si la resolución de la crisis necesita de una quita de deuda, entonces estamos ante una crisis de solvencia. Sin embargo, *ex-ante* no es posible distinguir entre una crisis y otra.

del país, como muestra la evolución de las entradas netas de capital.

Financiación y entradas netas de capital hacia Brasil				
	II-98	III-98	IV-98 ¹⁸	I-99
Líneas de crédito bancarias	113.8	103.1	95.0	90.1
Entradas netas de capital	9.8	-16.7	10.1	-5.2

Fuente: BIS y elaboración propia

En la crisis que está viviendo Brasil actualmente se ha producido una petición similar. El 28 de agosto de 2002 hubo un encuentro en Nueva York auspiciado por la Reserva Federal donde las autoridades brasileñas solicitaron a los bancos extranjeros presentes en Brasil que mantuvieran sus líneas de crédito abiertas.¹⁹

Otro tipo de PSI es el de la pre-crisis argentina de 2000-2001. Hubo un compromiso de los bancos locales para renovar los préstamos de corto plazo o roll-over de la deuda (a tasas denominadas “patrióticas”) y un canje de deuda externa para aliviar los pagos en el corto plazo.²⁰ Estos esfuerzos no fueron suficientes para evitar el *default* a comienzos de 2002. De hecho, cuando tenga lugar la contabilización del PSI asociado a la crisis argentina debería sumarse a la probable quita de deuda los costes asumidos por los inversores en periodo 2000-2001.

Llegados a este punto, es relevante preguntarse si son preferibles reglas fijas, cualquiera que sea naturaleza de la crisis²¹, o un análisis caso por caso para determinar cuál va ser el PSI asociado a los inversores internacionales. Dada la gran heterogeneidad de países emergentes y de posibles orígenes de la crisis, a pesar de que todas tengan su reflejo en una falta de financiación externa, parece más aconsejable la segunda fórmula, es decir, se trataría de ofrecer a cada crisis una solución adecuada e individualizada. Esta misma doctrina debe aplicarse en el *PSI*. No se le puede exigir el mismo esfuerzo al sector bancario de un país inmerso en una crisis financiera, cuando dicho sector tiene dificultades, que cuando es solvente. Asimismo, no es igual una crisis financiera de un país con relativamente pocos acreedores en el mercado internacional (como es el caso de Ecuador) que cuando este es un gran partícipe (como es el caso de Argentina)²². Las soluciones deben ser diferentes y el coste que asumen los inversores internacionales también.

El análisis caso por caso de cada crisis, junto con la determinación del coste que deben asumir los inversionistas internacionales y los organismos multilaterales, es el centro de la discusión acerca de la nueva arquitectura financiera internacional. Quedaría por determinar cómo se asigna el coste. En este particular, el PSI debería ser voluntario y cooperativo. Para ello, es necesario establecer fórmulas de diálogo entre el FMI, los gobiernos de los países emergentes y los principales inversores internacionales. La única fórmula para que se alcancen compromisos que permitan anticiparse a la crisis financieras o minimizar el coste de éstas es que el sector privado conozca detalladamente las dificultades

¹⁸En el cuarto trimestre de 1998 se firmó el acuerdo con el FMI.

¹⁹Esto es, sin duda, PSI. Por otra parte, sus filiales brasileñas están sufriendo el ajuste económico derivado del esfuerzo para honrar la deuda. ¿No es esto pagar dos veces?

²⁰El llamado mega-canje de deuda externa alcanzó la cifra aproximada de 56 mil millones de dólares, lo que representaba alrededor del 40% del total de la deuda pública.

²¹Roubini (2002) ofrece una amplia perspectiva sobre el PSI.

²²Para más detalle véase el Informe Anual 2001 de BBVA, pag. 112.

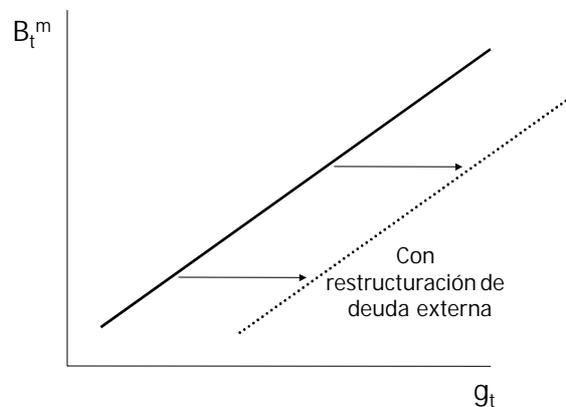


Figure 2: Relación entre crecimiento, ayuda oficial y restructuración de deuda

por las que atraviesa un país y las posibles soluciones que existen. El diálogo y el intercambio de información es clave para que la nueva arquitectura internacional funcione de forma satisfactoria. En este sentido, el Club de París y el FMI están poniendo en marcha iniciativas para facilitar la comunicación entre acreedores y deudores, mediante encuentros periódicos, e incluso creando una nueva división en el caso del FMI (Capital Markets Division).

3.4 La distribución del coste de la crisis entre ajuste interno, ayuda oficial y PSI

Como se desprende de la sección anterior existe un *trade-off* entre ajuste doméstico, PSI y paquete de ayuda oficial multilateral. La nueva doctrina del G7 y del FMI pretende minimizar o (al menos, no aumentar) la ayuda internacional oficial y quiere un reparto más equitativo de los costes hacia los inversores internacionales privados (PSI) y hacia el ajuste interno. Sin embargo, esta política puede asociada también una mayor recesión en las crisis. Desafortunadamente, las crisis que se resuelven con fuertes ajustes internos tienen elevados costes sociales, ya que en los países emergentes las recesiones rápidamente desembocan en un aumento de la economía informal y de la pobreza.

Es fácil comprobar que una mayor financiación oficial permite un mayor crecimiento, dado todo lo demás constante. A medida que se reduce el pago del principal y de los intereses (aumenta el PSI asociado a la deuda externa) también se consigue un mayor crecimiento económico.

3.5 ¿Cómo medir el PSI derivado del ajuste interno?: el PSDI

La pregunta que surge es cómo medir adecuadamente el coste de resolución de las crisis. La ayuda oficial es sencilla de medir. El PSI tradicional, el asociado

a la deuda externa también se puede medir fácilmente como la reducción en el valor de dicha deuda. Pero no está claro cómo medir el PSI derivado de la caída en el valor y la rentabilidad de la inversión extranjera, lo que en adelante llamaremos PSDI (*private sector direct involvement*).

3.5.1 Una aproximación económica al PSDI

Una primera forma de medir el PSDI sería a partir de la pérdida de beneficios o rendimientos por la recesión y/o devaluación asociada al ajuste interno. Una empresa extranjera que invierte en un país espera obtener un rendimiento de dicha inversión que está asociado, al menos en parte, al crecimiento real de dicha economía y a su tipo de cambio real. A modo de ejemplo, si la empresa fuera de origen norteamericano estaría preocupada por el beneficio en dólares de su filial con el objetivo de repatriar los beneficios.²³ De esta forma, el rendimiento empresarial de la inversión en el extranjero sería una función del crecimiento medido en moneda extranjera. Pero no sólo es relevante la pérdida de rendimiento o beneficios, sino también la caída del valor de la inversión expresada en moneda extranjera.

Para ilustrar el PSDI asociado al ajuste interno partimos de una economía con una tecnología de producción Cobb-Douglas con rendimientos constantes a escala:

$$Y_t = AK_t^\alpha L_t^{1-\alpha} \quad (6)$$

Donde Y_t es la producción real, K_t es el stock de capital, L_t es el factor trabajo y A es una constante. En equilibrio, la retribución total al capital y al trabajo serían las siguientes:

$$\begin{aligned} w_t L_t &= (1 - \alpha) P_t Y_t \\ r_t K_t &= \alpha P_t Y_t \end{aligned} \quad (7)$$

Donde w_t sería el salario nominal, r_t el tipo de interés y P_t el nivel de precios en la economía.

Por simplicidad, podemos asumir que las empresas extranjeras que llevan a cabo la IED son dueñas de un porcentaje θ del stock de capital disponible en la economía. Para estas empresas extranjeras la rentabilidad relevante es la expresada en moneda extranjera y no en moneda local. En otras palabras, la retribución relevante asociada a la IED sería:

$$\theta r_t K_t = \theta \alpha Y_t \frac{P_t}{e_t} \quad (8)$$

Donde e_t es el tipo de cambio nominal.

La retribución al capital periodo a periodo se mueve de la siguiente forma:

$$\begin{aligned} \theta r_{t+1} K_{t+1} &= \theta \alpha Y_{t+1} \frac{P_{t+1}}{e_{t+1}} = \\ &= \theta \alpha Y_t (1 + g_{t+1}) \frac{P_t (1 + \pi_{t+1})}{e_t (1 + \delta_{t+1})} \end{aligned} \quad (9)$$

²³Un estudio de Lehmann (2002) analiza los factores que explican el rendimiento de la IED.

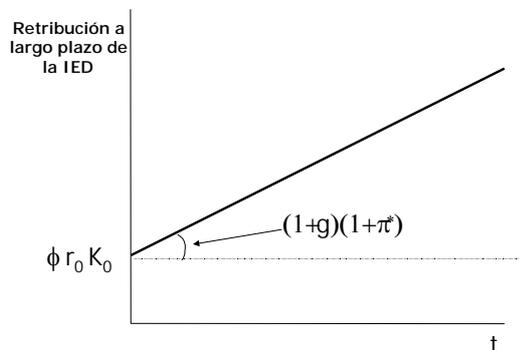


Figure 3: Evolución de la retribución total a la IED a largo plazo

$$= \theta r_t K_t (1 + g_{t+1}) \frac{(1 + \pi_{t+1})}{(1 + \delta_{t+1})}$$

Donde g_t es el crecimiento real, δ_t la variación del tipo de cambio nominal y π_t la tasa de inflación.

Así, en circunstancias “normales”, o si se quiere de largo plazo, el ritmo de crecimiento de la retribución al capital para las empresas que llevaron a cabo la IED sería:

$$\frac{\theta r_{t+1} K_{t+1}}{\theta r_t K_t} = (1 + g) \frac{(1 + \pi)}{(1 + \delta)} = (1 + g_{t+1})(1 + \pi^*) \quad (10)$$

Donde g es el crecimiento potencial y π^* la tasa de inflación asociada a la moneda extranjera. Se está asumiendo que se cumple la Paridad del Poder Adquisitivo (PPA) en su versión dinámica, es decir, $(1 + \pi_t) = (1 + \delta_t)(1 + \pi_t^*)$.

Las empresas extranjeras que invirtieron el país esperan un rendimiento de largo plazo que depende positivamente del crecimiento real potencial y de la inflación extranjera. Los inversores extranjeros esperan que el rendimiento oscile alrededor de esta tendencia de largo plazo.

Sin embargo, cuando tiene lugar una crisis se produce una recesión y una devaluación real, que no pueden considerarse como oscilaciones “normales” alrededor de esta tendencia de largo plazo. Se produce una ruptura brusca. La retribución al capital se desploma durante la crisis y no se recupera en periodos posteriores. La diferencia entre la retribución de largo plazo y la finalmente obtenida durante la crisis es lo que consideramos como PSDI. Es decir, sería $(1 + g)(1 + \pi^*) - (1 + g_t) \frac{(1 + \pi_t)}{(1 + \delta_t)}$, donde g_t sería muy negativo por la recesión y $(1 + \pi_t)/(1 + \delta_t)$ sería un número menor a la unidad por la depreciación real de la divisa.

Vamos a ilustrar este análisis de medición del PSDI con el ejemplo argentino. El crecimiento medio en dólares de la economía argentina en el periodo 1993-1999 fue de 3.2%. Una empresa que hubiera invertido en este país durante dicho periodo esperaría para el futuro un contexto económico similar al observado en el

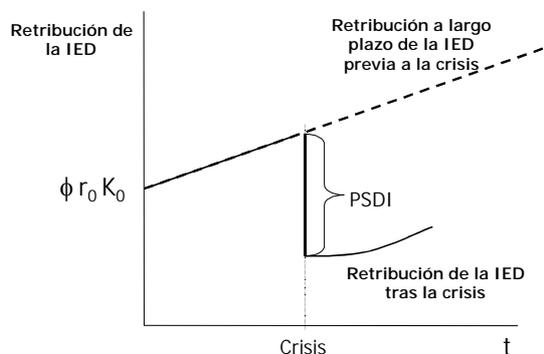


Figure 4: El PSDI: diferencia entre la retribución a largo plazo antes y después de la crisis.

pasado. Este sería el crecimiento en moneda extranjera de largo plazo asociado a la IED.

	PIB argentino (en %)			
	media 93-99	2000	2001	2002
PIB en m.M. de dólares		285	269	86
Crecimiento del PIB real (%)	3.3	-0.8	-3.8	-13.7
Crecimiento del PIB en dólares (%)	3.2	0.6	-5.7	-67.9

Fuente: LatinFocus

La crisis argentina se desarrolló a cámara lenta a lo largo de 2001, pero, para simplificar el análisis, suponemos que la crisis se manifestó por sorpresa en 2002, aunque se podría repetir el análisis agrupando los años 2001 y 2002. Así, el crecimiento en dólares esperado en Argentina en 2002 era de 3.2% y lo que en realidad va a obtenerse es una caída de 67.9%. Hay un diferencial de más de 70 puntos entre el crecimiento nominal esperado y el observado en 2002. De acuerdo a nuestra definición de PSDI asociado a la crisis interna, el coste de la recesión sería $IED_{2001} * (-67.9\% - 3.2\%)$. Dado que el stock de inversión extranjera directa en Argentina a diciembre del año 2001 era de 76 mil millones de dólares²⁴, el PSDI en Argentina sería de 54 mil millones de dólares. En el caso de España el stock acumulado sería de 20 mil millones de dólares²⁵, por lo que PSDI asociado sería de 14 mil millones de dólares.²⁶

Esta metodología puede ser criticada, ya que hay muchos supuestos *ad-hoc*. Pero hay que interpretarla como aproximación al problema.

Podemos terminar de ilustrar el ejemplo sumando todas las partidas asoci-

²⁴Según el Ministerio de Economía de Argentina.

²⁵Otro trabajo de Chislett (2002) cifraba la IED española acumulada a finales de 2001 en 34.7 mil millones de euros. Según esta cifra y con la metodología presentada el PSDI rondaría los 25 mil millones de euros.

²⁶Serían alrededor de 14.5 mil millones de euros al tipo de cambio vigente el 26 de septiembre de 2002.

adas a la crisis argentina. La ayuda bilateral y multilateral en 2002, aunque no está concretada, posiblemente se trate únicamente de una refinanciación de una parte de los vencimientos previstos para 2002 sin que se ofrezca “plata fresca”. Dicha cifra podría ascender a 5 mil millones de dólares.²⁷ Argentina tenía en diciembre de 2001 un stock de deuda externa con los organismos multilaterales por importe de 32 mil millones de dólares. Por otra parte, la deuda externa argentina con agentes privados sumaba alrededor de 112 mil millones de dólares²⁸ a finales de 2001. A finales de septiembre de 2002, el mercado descuenta una quita o *default* equivalente del 75% para la deuda externa pública. Dado que no se disponen de datos para la deuda externa privada se asume el mismo porcentaje de quita. En este escenario el PSI previsto estaría alrededor de 84 mil millones de dólares. Lógicamente todo esto es un cálculo tentativo, dado que el gobierno argentino aún no ha comenzado a discutir las nuevas condiciones de la deuda con los acreedores.

Llama la atención que la pérdida asociada al PSI y al PSDI sean similares, 75% y 71% respectivamente.

Coste para la comunidad internacional de la crisis argentina en 2002		
	m.M.\$	Pérdida de valor
Ayuda internacional	5	
PSI (derivado del default de deuda)	84	75%
PSDI (derivado del ajuste interno)	54	71%
Total (m.M.\$)	143	

Fuente: elaboración propia

En este punto se ha desarrollado un enfoque agregado de tipo teórico y se ha obviado la capacidad de gestión de las empresas, es decir, su capacidad para transformar crecimiento en rendimiento empresarial. En los siguientes puntos se lleva a cabo un enfoque de carácter microeconómico.

3.5.2 Una aproximación contable al PSDI

La segunda forma de medir el PSDI derivado del ajuste interno es utilizar las pérdidas contables declaradas por las empresas matrices. Existen unos criterios generales marcados por los organismos contables nacionales a los que tienen que supeditarse las empresas. Por ejemplo, en el caso de España el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (ICAC) diseñó unas normas para recoger el coste de la devaluación argentina. Sin embargo, y a pesar de lo anterior, pueden existir discrepancias contables entre empresas y, por tanto, no necesariamente existe una homogeneidad entre los datos. Además, no necesariamente la contabilidad recoge la pérdida económica total de la filial (beneficios futuros, pérdida de cartera de clientes o fondo de comercio, etc.). Esta metodología también puede ser criticada.

Para seguir con el ejemplo argentino, se presentan las pérdidas contables recogidas por las empresas españolas en Argentina debido al impacto de la devaluación sobre sus filiales.

²⁷Según el Ministerio de Economía de Argentina.

²⁸Según el informe de LatinFocus, la deuda externa ascendía a 144 mil millones de dólares (de la que se excluye la deuda con los organismos multilaterales).

PSI de empresas española por su presencia en Argentina (m.M. Euros)
Impacto contable de la devaluación²⁹

Banca ³⁰	3.7
Repsol-YPF	2.7
Endesa	0.4
Telefónica	1.7
Otras ³¹	1.1
Total	9.6

Fuente: Expansión Directo

De acuerdo con estos cálculos, el PSI asociado a la IED española en Argentina sería de casi 10 mil millones de euros. Sin embargo, estos cálculos infravaloran el choque negativo porque se asume un tipo de cambio de 1.70 pesos/dólar³² y no se tiene en cuenta el impacto de la recesión.

3.5.3 Una aproximación bursátil al PSDI

Finalmente, la última alternativa para medir el *PSI* asociado del ajuste interno sería mediante los precios de las acciones de las empresas que tienen filiales en el extranjero. Teóricamente, el precio de la acción recoge el valor presente descontado de los dividendos de la empresa. Por ello, las acciones de la casa matriz deben recoger las pérdidas asociadas a la filial por la recesión. Sin embargo, el problema es que no es posible distinguir en el precio de la acción el coste de la crisis de otras variables como la gestión empresarial o la evolución de otros mercados donde la empresa tiene presencia. Una forma de intentar corregir dicho efecto sería comparar el valor de la acción de las empresas con filiales en países en crisis frente al comportamiento de otras empresas sin intereses en dicho país. Pero incluso esta forma de limpiar el valor de la acción no es satisfactorio y deja muchos problemas abiertos.

Para ilustrar esta forma de medir el *PSI* se ha realizado un ejercicio para 5 grandes empresas españolas con presencia en Argentina: BBVA, SCH, Endesa, Telefónica, Repsol-YPF. Estas empresas representan el 92% de la IED española en Argentina.³³ Según Para cada una de estas empresas se ha calculado la evolución de su valor bursátil para el periodo comprendido entre 31 de diciembre de 2000 y 26 de septiembre de 2002. El motivo es que, como se menciona anteriormente, la crisis argentina era prevista por los mercados en 2001 (aunque estalló a comienzos de 2002). Se ha comparado el comportamiento de cada una de las empresas con el del sector al que pertenecen en el ámbito europeo. Para ello, se ha utilizado el índice Bloomberg Europa 500. Los índices utilizados han sido los de banca, energía, electricidad y telecomunicaciones. A continuación se asigna el comportamiento diferencial de las empresas españolas frente a sus competidoras europeas por su presencia en Argentina.

²⁹Es el impacto sobre resultados.

³⁰Es la suma de los bancos SCH y BBVA.

³¹Telefónica Móviles, Agbar, Gas Natural, Áurea, OHL, Corporación Mapfre, Dragados, NH Hoteles, Prosegur, Recoletos y Mecalux.

³²El 26 de septiembre de 2002 el tipo de cambio era de 3,68 pesos/dólar.

³³Según el trabajo de Chislett (2002).

PSDI de empresas españolas (M. euros)			
	Caída bursátil (%)	Caída sector (%)	Diferencia
Endesa	-47	-29	-18
Banca ³⁴	-52	-39	-13
Repsol-YPF	-28	-21	-7
Telefónica	-50	-63	+13
Caída capitalización			
		Común al sector	Por Argentina
Endesa	-9.1	-5.6	-3.5
Banca	-51.6	-39.7	-11.9
Repsol-YPF	-5.8	-4.3	-1.5
Telefónica	-37.0	-48.2	+11.2
<i>Total</i>	<i>-103.5</i>	<i>-97.8</i>	<i>-5.7</i>

Fuente: elaboración propia

Como se observa, esta metodología de tipo bursátil no es completamente satisfactoria como muestra el caso Telefónica. Esta empresa cae menos que la competencia europea, a pesar de su mayor exposición a Latinoamérica. En general, el peor comportamiento de las empresas españolas frente a sus competidores europeos puede estar basada en su mayor presencia en Latinoamérica (no sólo en Argentina). Pero es imposible evaluar cuánto con precisión como muestra el caso Telefónica. De acuerdo con estos cálculos el coste para las empresas españolas podría estar alrededor de los 6.2 mil millones de euros.³⁵

Las tres alternativas ofrecen información diferente. Las pérdidas asociadas a la IED española en Argentina estarían sobre los 14.5, 9.6 ó 6.2 mil millones de euros dependiendo de la metodología usada. Este no es un tema cerrado y pueden usarse otras alternativas, pero ofrecen información que debe ser considerada para aproximarse al coste asumido por el sector privado en caso de una crisis.

3.6 ¿Por qué es importante tener en cuenta el PSDI?

El actual planteamiento acerca del PSI presenta el debate como un *trade-off* entre acreedores privados internacionales y ayuda multilateral u oficial. Esto deja fuera de escena al tercer jugador proveedor de financiación internacional (IED). Bajo este planteamiento, si sólo existieran los dos primeros jugadores, la mejor estrategia para ambos se traduce en una maximización. El FMI elegiría no aportar el dinero y los acreedores elegirían cobrar íntegramente sus deudas, ambos a costa del ajuste interno. Como se menciona a lo largo del trabajo cuando tiene lugar una crisis de deuda externa no sólo existe un *trade-off* entre ayuda oficial multilateral o PSI, sino entre éstos y el ajuste interno, que incluye el PSDI. En principio, las crisis de balanza de pagos podrían evitarse siempre, o al menos minimizarse. Dado que las exportaciones netas dependen negativamente del crecimiento, se puede conducir al país -mediante una política económica restrictiva- a una recesión lo suficientemente profunda como para cerrar la brecha de la balanza de pagos. Obviamente, el tamaño de la recesión

³⁴Es la agregación de SCH y BBVA

³⁵Por una simple regla de tres podemos aproximar el coste de la IED española a 6.2 mil millones de dólares.

tiene un límite. El gobierno puede llevar a cabo una política económica restrictiva sólo hasta un cierto punto. La situación social y política determinan un nivel “tolerable” de recesión. Superado dicho punto, la única opción política y/o social viable consiste en no honrar sus compromisos internacionales.

Si se sigue considerando la IED como un mecanismo deseable de asignación de recursos, la nueva arquitectura internacional debe tener en cuenta que aquellos inversores extranjeros con una fuerte presencia empresarial también sufren con las crisis. Si los únicos jugadores relevantes en las discusiones son los tenedores de bonos y el FMI, entonces se estará penalizando relativamente a la IED. Esto es especialmente relevante dado que la IED es la única fuente de financiación hacia los mercados emergentes que ha crecido en los últimos años. La inversión en cartera viene reduciéndose desde 2000.

Además, se acepta generalmente que la IED es la mejor forma de financiar el crecimiento, dado que no es tan volátil como la inversión en cartera³⁶ y que genera externalidades positivas sobre la economía. Existe el riesgo de que -si como consecuencia de una nueva política multilateral en la que los paquetes de ayuda se reducen - las crisis de balanza de pagos generen recesiones más profundas y duraderas y se produzca una caída de los flujos de IED.

4 Conclusiones

El futuro de la arquitectura financiera internacional pasa por una ayuda multilateral más reducida y un mayor *Private Sector Involvement* (PSI). El FMI y el G7 se proponen sentar una nueva doctrina en la resolución de la crisis financieras por la cual los inversores internacionales asumirían un mayor coste. Con ello se pretende acabar con la excesiva toma de riesgo en mercados emergentes, ya que en el G7 existe la convicción de que, desde la crisis del Tequila, la ayuda oficial ha generado un problema de *moral hazard* que ha desembocado en un exceso de inversión y de toma de riesgos. El riesgo potencial de dicha política sería el de reducir no sólo los flujos de cartera “volátiles”, sino también los “estables” de inversión directa extranjera. Como muestra la información disponible, esto es relevante, dado que es la única fuente de financiación hacia países emergentes que ha venido creciendo en los últimos años.

Respecto de cuál es el coste que tienen que asumir los inversores privados durante la crisis, la inversión extranjera directa debe incluirse en el coste que sufre el sector privado internacional. La literatura sobre el PSI se centra fundamentalmente en los bonos soberanos y préstamos, ya que las crisis en los cuales tiene lugar una moratoria o una reestructuración de la deuda son las que mayores turbulencias producen en los mercados financieros. Ello, sin embargo, no implica que deba existir una contabilización adecuada del PSI que incluya las pérdidas que la IED tiene durante las crisis, lo que denominamos *Private Sector Direct Involvement* (PSI).

En este trabajo se presentan tres diferentes mecanismos para evaluar el PSDI, esto es, las pérdidas que sufre la IED en periodos de crisis. Se desarrolla un ejemplo para la crisis argentina y la IED española. Según las diferentes metodologías presentadas el coste de la crisis argentina para las empresas españolas estaría entre los 14.5 y los 6.2 miles de millones de euros.

³⁶En particular, no abandona el país con las crisis.

5 Bibliografía

Barro, R. and Lee, J. (2002), “IMF Programs: Who is Chosen and What Are the Effects?”, Working Paper 8951, *National Bureau of Economic Research (NBER)*.

Calvo, G. (2002), “Globalization Hazard and Weak Government in Emerging Markets”, *Economía*, de próxima aparición.

Chislett, W. (2002), *The Internationalization of the Spanish Economy*, Real Instituto Elcano.

Hausmann, R. and Fernández-Arias, E. (2000), “What’s Wrong with International Financial Markets?”, Working Paper 429, *Banco Interamericano de Desarrollo (BID)*.

Hausmann, R. and Fernández-Arias, E. (2000b), “Is FDI a Safer Form of Financing?”, Working Paper 416, *Banco Interamericano de Desarrollo (BID)*.

Lane, T. and Phillips, S. (2000), “Does IMF Financing Result in Moral Hazard?”, Working Paper 168, *Fondo Monetario Internacional*.

LatinFocus Consensus Forecast, March 2002.

Lehmann, A. (2002), “Foreign Direct Investment in Emerging Markets: Income, Repatriations and Financial Vulnerabilities”, Working Paper 02/47, *Fondo Monetario Internacional*.

Lerrick, A. and Meltzer, A. (2001), “Beyond IMF Bailouts: Default without Disruption”, *Quarterly International Economics Report*, mayo.

Martínez, M. (2002), “La Participación del Sector Privado en la Resolución de Crisis y Enfoques para la Reestructuración de la Deuda Soberana”, *Boletín Económico*, Banco de España, julio-agosto, pag. 73-82.

Moguillansky, G. (2002), “Inversión y Volatilidad Financiera: América Latina en los Inicios del Nuevo Milenio”, *Revista de la Cepal*, número 77, pag. 47-65.

Roubini, N (2002), “La Implicación del Sector Privado en la Resolución de las Crisis y en la Reestructuración Ordenada Soberana: el Marco del G-7/FMI y las Cuestiones Pendientes de Resolución”, en *Ensayos sobre América Latina y Colombia*, Servicio de Estudios, BBVA, pag.329-360.

WORKING PAPERS

- 0001 **Fernando C. Ballabriga, Sonsoles Castillo:** BBVA-ARIES: un modelo de predicción y simulación para la economía de la UEM.
- 0002 **Rafael Doménech, María Teresa Ledo, David Taguas:** Some new results on interest rate rules in EMU and in the US
- 0003 **Carmen Hernansanz, Miguel Sebastián:** The Spanish Banks' strategy in Latin America.
- 0101 **Jose Félix Izquierdo, Angel Melguizo, David Taguas:** Imposición y Precios de Consumo.
- 0102 **Rafael Doménech, María Teresa Ledo, David Taguas:** A Small Forward-Looking Macroeconomic Model for EMU
- 0201 **Jorge Blázquez, Miguel Sebastián:** ¿Quién asume el coste en la crisis de deuda externa? El papel de la Inversión Extranjera Directa (IED)
- 0301 **Jorge Blázquez, Javier Santiso:** Mexico, ¿un ex - emergente?
- 0401 **Angel Melguizo, David Taguas:** La ampliación europea al Este, mucho más que economía.
- 0402 **Manuel Balmaseda:** L'Espagne, ni miracle ni mirage.
- 0501 **Alicia García Herrero:** Emerging Countries' Sovereign Risk:Balance Sheets, Contagion and Risk Aversion
- 0502 **Alicia García-Herrero and María Soledad Martínez Pería:** The mix of International bank's foreign claims: Determinants and implications
- 0503 **Alicia García Herrero, Lucía Cuadro-Sáez:** Finance for Growth:Does a Balanced Financial Structure Matter?
- 0504 **Rodrigo Falbo, Ernesto Gaba:** Un estudio econométrico sobre el tipo de cambio en Argentina
- 0505 **Manuel Balmaseda, Ángel Melguizo, David Taguas:** Las reformas necesarias en el sistema de pensiones contributivas en España.
- 0601 **Ociel Hernández Zamudio:** Transmisión de choques macroeconómicos: modelo de pequeña escala con expectativas racionales para la economía mexicana
- 0602 **Alicia Garcia-Herrero and Daniel Navia Simón:** Why Banks go to Emerging Countries and What is the Impact for the Home Economy?
- 0701 **Pedro Álvarez-Lois, Galo Nuño-Barrau:** The Role of Fundamentals in the Price of Housing: Theory and Evidence.

- 0702 **Alicia García-Herrero, Nathalie Aminian, K.C.Fung and Chelsea C. Lin:** The Political Economy of Exchange Rates: The Case of the Japanese Yen
- 0703 **Ociel Hernández y Cecilia Posadas:** Determinantes y características de los ciclos económicos en México y estimación del PIB potencial
- 0704 **Cristina Fernández, Juan Ramón García:** Perspectivas del empleo ante el cambio de ciclo: un análisis de flujos.
- 0801 **Alicia García-Herrero, Juan M. Ruiz:** Do trade and financial linkages foster business cycle synchronization in a small economy?
- 0802 **Alicia García-Herrero, Eli M. Remolona:** Managing expectations by words and deeds: Monetary policy in Asia and the Pacific.
- 0803 **José Luis Escrivá, Alicia García-Herrero, Galo Nuño and Joaquin Vial:** After Bretton Woods II.
- 0804 **Alicia García-Herrero, Daniel Santabárbara:** Is the Chinese banking system benefiting from foreign investors?
- 0805 **Joaquin Vial, Angel Melguizo:** Moving from Pay as You Go to Privately Manager Individual Pension Accounts: What have we learned after 25 years of the Chilean Pension Reform?
- 0806 **Alicia García-Herrero y Santiago Fernández de Lis:** The Housing Boom and Bust in Spain: Impact of the Securitisation Model and Dynamic Provisioning.
- 0807 **Ociel Hernández, Javier Amador:** La tasa natural en México: un parámetro importante para la estrategia de política monetaria.
- 0808 **Patricia Álvarez-Plata, Alicia García-Herrero:** To Dollarize or De-dollarize: Consequences for Monetary Policy
- 0901 **K.C. Fung, Alicia García-Herrero and Alan Siu:** Production Sharing in Latin America and East Asia.
- 0902 **Alicia García-Herrero, Jacob Gyntelberg and Andrea Tesei:** The Asian crisis: what did local stock markets expect?
- 0903 **Alicia Garcia-Herrero and Santiago Fernández de Lis:** The Spanish Approach: Dynamic Provisioning and other Tools
- 0904 **Tatiana Alonso:** Potencial futuro de la oferta mundial de petróleo: un análisis de las principales fuentes de incertidumbre.
- 0905 **Tatiana Alonso:** Main sources of uncertainty in formulating potential growth scenarios for oil supply.
- 0906 **Ángel de la Fuente y Rafael Doménech:** Convergencia real y envejecimiento: retos y propuestas.
- 0907 **KC FUNG, Alicia García-Herrero and Alan Siu:** Developing Countries and the World Trade Organization: A Foreign Influence Approach.

- 0908 **Alicia García-Herrero, Philip Woolbridge and Doo Yong Yang:** Why don't Asians invest in Asia? The determinants of cross-border portfolio holdings.
- 0909 **Alicia García-Herrero, Sergio Gavilá and Daniel Santabárbara:** What explains the low profitability of Chinese Banks?.
- 0910 **J.E. Boscá, R. Doménech and J. Ferri:** Tax Reforms and Labour-market Performance: An Evaluation for Spain using REMS.
- 0911 **R. Doménech and Angel Melguizo:** Projecting Pension Expenditures in Spain: On Uncertainty, Communication and Transparency.
- 0912 **J.E. Boscá, R. Doménech and J. Ferri:** Search, Nash Bargaining and Rule of Thumb Consumers
- 0913 **Angel Melguizo, Angel Muñoz, David Tuesta and Joaquín Vial:** Reforma de las pensiones y política fiscal: algunas lecciones de Chile
- 0914 **Máximo Camacho:** MICA-BBVA: A factor model of economic and financial indicators for short-term GDP forecasting.
- 0915 **Angel Melguizo, Angel Muñoz, David Tuesta and Joaquín Vial:** Pension reform and fiscal policy: some lessons from Chile.
- 0916 **Alicia García-Herrero and Tuuli Koivu:** China's Exchange Rate Policy and Asian Trade
- 0917 **Alicia García-Herrero, K.C. Fung and Francis Ng:** Foreign Direct Investment in Cross-Border Infrastructure Projects.
- 0918 **Alicia García Herrero y Daniel Santabárbara García;** Una valoración de la reforma del sistema bancario de China
- 0919 **C. Fung, Alicia Garcia-Herrero and Alan Siu:** A Comparative Empirical Examination of Outward Direct Investment from Four Asian Economies: China, Japan, Republic of Korea and Taiwan
- 0920 **Javier Alonso, Jasmina Bjeletic, Carlos Herrera, Soledad Hormazábal, Ivonne Ordóñez, Carolina Romero and David Tuesta:** Un balance de la inversion de los fondos de pensiones en infraestructura: la experiencia en Latinoamérica
- 0921 **Javier Alonso, Jasmina Bjeletic, Carlos Herrera, Soledad Hormazábal, Ivonne Ordóñez, Carolina Romero and David Tuesta:** Proyecciones del impacto de los fondos de pensiones en la inversión en infraestructura y el crecimiento en Latinoamérica

The analyses, opinions and findings of these papers represent the views of their authors; they are not necessarily those of the BBVA Group.

The BBVA Economic Research Department disseminates its publications at the following website: <http://serviciodeestudios.bbva.com>



Interesados dirigirse a:

Servicio de Estudios Económicos BBVA

P. Castellana 81 planta 7

48046 Madrid

<http://serviciodeestudios.bbva.com>

