



Determinantes del Riesgo de “Default” en América Latina (1978-1985)

Augusto Rincón Piedrahita*

Orson Kravitz Valores, S.A.

Maracaibo, Venezuela

Telf. +58 61 988848

Luis Marcano V.

Institutos de Estudios Superiores de Administración (IESA)

San Bernardino, Caracas, Venezuela

Telf. +58 2 511533

Orson Kravitz Valores, S.A.

Maracaibo, Venezuela

Telf. +58 61 988848

Resumen

La “crisis de la deuda” llevó a numerosos países latinoamericanos a declararse en bancarrota (default), creando serias distorsiones en los mercados financieros internacionales. El objeto de este artículo es identificar variables que puedan ser empleadas como indicadores para estimar la probabilidad de default de los países del área latinoamericana. La situación económica que precedió a la “crisis de la deuda” es analizada y son identificados los factores que pudieron ser determinantes en dicho evento. Luego, es presentado un modelo Logit, el cual busca identificar los determinantes de la probabilidad de bancarrota de los países de la muestra seleccionada. Sobre la base de los resultados de la estimación de dicho modelo son seleccionadas las variables más influyentes en la probabilidad de bancarrota.

* Autor para la Correspondencia: Orson Kravitz Valores, S.A., Edif. Banco Industrial, Piso 2, Blvd. 5 de Julio, Maracaibo, Venezuela. Telf. 58 61 988848; Fax: 58 61 977846.

Los resultados de este artículo señalan que los indicadores del costo financiero de la deuda (tasa de interés y proporción deuda/PIB) son los guías más importantes a la hora de estimar la probabilidad de bancarota de los países, y confirman que el súbito incremento de la carga financiera generada por una deuda de corto plazo a tasas variables, fue uno de los principales responsables de la crisis que se desató en los años ochenta.

Palabras clave: Deuda, Riesgo, Default, Costo Financiero de la Deuda, Mercados Financieros Internacionales.

Risk of Default Determinants in Latin America (1978-1985)

Abstract

The Debt Crisis of the 80's led many Latin American countries to default, generating serious distortions in the international financial markets. The objective of the research hereby reported was to identify variables that could be used as indicators in order to forecast the probability of default of the Latin American countries. For this purpose, a Logit model is applied to Latin American data corresponding to the period 1978-1985. According to the results, the cost of debt (as measured by the interest rate) and the size of the debt as a proportion of GDP were the more reliable indicators of the probability of default of Latin American countries. Furthermore, the results confirm that the sudden increase in the financial costs associated to short-term debt was one of the main causes of the Debt Crisis.

Key words: Debt, Risk, Default, Financial Costs of Debt, International Financial Markets.

I. Introducción

Durante los últimos años, numerosos estudios han sido dedicados a la comprensión del funcionamiento de los mercados financieros internacionales. La razón de ello es la creciente globalización de los negocios y la importancia que los mercados emergentes han adquirido en la presente década. Uno de los tópicos más interesantes que han sido analizados es la calidad de la deuda pública de los países en desarrollo como opción válida para la inversión de los excedentes de los países desarrollados. La experiencia de la deuda latinoamericana es una clara advertencia sobre los riesgos que esta clase de inversiones puede implicar. La "crisis de la deuda", que tuvo su punto culminante en los años 1981 y 1982, llevó a numerosos países la-

linoamericanos a declararse en bancarrota (default)⁽¹⁾, creando serias distorsiones en los mercados financieros internacionales. Las consecuencias de los eventos de esos años son todavía perceptibles.

De allí la importancia de conocer ciertos aspectos de la “crisis de la deuda” que nos permitan hoy en día prever la posibilidad de que los países deudores se declaren en default. El conocimiento de dichos factores permitiría evitar situaciones tan perjudiciales para el mercado financiero como las ocurridas en los ochenta.

El objeto de este artículo es lograr algunas conclusiones en ese sentido, usando como base la experiencia histórica de América Latina entre 1978 y 1985. Primeramente, es analizada la situación económica que precedió a la “crisis de la deuda”, y son identificados los factores que pudieron ser determinantes en dicho evento. Luego, es presentado un modelo Logit, el cual busca identificar los determinantes de la probabilidad de bancarrota de los países de la muestra seleccionada. Sobre la base de los resultados de la estimación de dicho modelo, son seleccionadas las variables más influyentes en la probabilidad de bancarrota.

Los resultados de este artículo señalan que los indicadores del costo financiero de la deuda son los guías más importantes a la hora de estimar la probabilidad de bancarrota de los países, y confirman que el súbito incremento de la carga financiera generada por una deuda de corto plazo a tasas variables fue uno de los principales responsables de la crisis que se desató en los años ochenta.

II. Panorama económico entre 1978 y 1985

A partir de 1973, debido a la guerra de “YOM KIPPUR”, los precios del petróleo comenzaron a subir superando los diez dólares por barril, manteniendo cierta estabilidad hasta 1978. Pero en 1979 la Revolución Islámica desencadena una gran crisis en el Medio Oriente, principal proveedor de petróleo mundial, incluyendo sucesos tales como, la toma de la embajada de Estados Unidos en Teherán. Esto se ve reforzado aun más por el comienzo de la guerra Irak - Irán, lo cual impulsa los precios del crudo por encima de los treinta dólares por barril.

Poco antes de esas fechas, los países occidentales desarrollados vivían un período de lento crecimiento económico, con una gran cantidad de recursos ociosos buscando oportunidades de inversión. El aumento de precios de las materias primas y las bajas tasas de interés en los países desarrollados habían mejorado en gran medida las condiciones de los países latinoamericanos y los habían convertido en áreas atractivas de inversión con altas tasas de rendimiento.

El fuerte aumento de los precios del petróleo hizo que gran parte de los países latinoamericanos, netamente importadores de petróleo, comenzaran a endeudarse fuertemente para financiar sus compras de energía. Pero al mismo tiempo los países desarrollados comenzaron a sufrir fuertes caídas en el nivel de producción presionando al alza las tasas de interés. Para 1980 la tasa LIBOR a 180 días rondaba alrededor de 16%, casi el doble de lo observado cinco años antes.

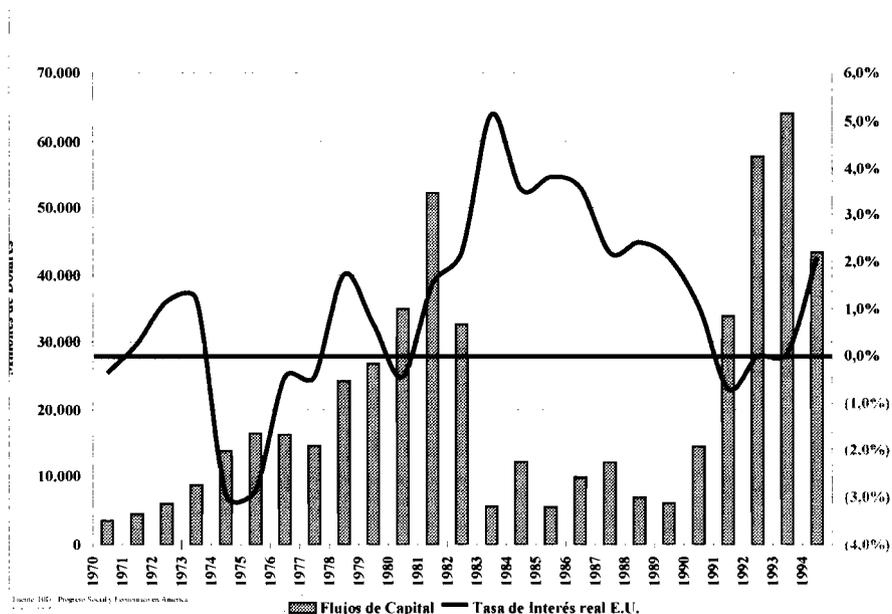
A la par del aumento de la tasa de interés nominal, las tasas de interés reales crecieron, y los precios de las materias primas no petroleras cayeron, deteriorando fuertemente las cuentas externas de los países latinoamericanos. Al mismo tiempo que las cuentas externas se hacían menos favorables, la mayoría de los países continuaron con políticas de gasto público expansivo, y políticas de comercio antiexportadoras que poco a poco fueron empeorando la situación.

Como ya fue comentado, la mayoría de los países latinoamericanos habían adquirido fuertes deudas con la banca privada extranjera durante el período inmediatamente anterior a este incremento en las tasas de interés. Por ejemplo, Brasil, Venezuela y Colombia duplicaron su deuda externa entre 1979 y 1982, mientras que Argentina, Chile y México la triplicaban. Por otra parte, las condiciones de contratación de dichas deudas eran mucho menos favorables que las contraídas en períodos anteriores (principalmente con organismos multilaterales), puesto que eran deudas de corto plazo. A finales de 1982, más del 30% de la deuda venezolana y argentina era de corto plazo y con tasas de interés variables. Para fines de 1982, Argentina, Venezuela, Colombia, Chile, México y Brasil tenían más del 60% de su deuda sujeta a tasas variables, por lo cual la carga financiera de la deuda se hizo intolerable. Los requerimientos de divisas para cumplir con las crecientes cantidades de intereses a pagar, junto con el pago del principal, absorbieron tales cantidades de recursos que la disponibilidad de los mismos para otros fines se hizo extremadamente escasa.

Al tiempo que la tasa de interés en términos reales aumentaba y algunos países se declaraban en "default", los flujos de capital hacia América Latina dejaban de fluir, empeorando dramáticamente la situación (ver Figura 1). Es más, países como Venezuela y Argentina no sólo dejaron de recibir recursos sino que comenzaron a tener fugas de capitales descomunales.

Es en este escenario que se produce el anuncio de que México se declara en bancarrota (1982). En los 2 años siguientes, buena parte de los países latinoamericanos siguieron el ejemplo mexicano (ver Tabla I). ¿Era posible estimar la probabilidad de que ello ocurriera? Las secciones siguientes buscan identificar algunos indicadores básicos que permitan calcular la probabilidad de default.

Figura 1
Tasas de interés y flujo de recursos a América Latina



Fuente: FMI, BID y cálculos propios.

Tabla I
Año de anuncio de bancarrota (default) América Latina

País	Año	País	Año
Argentina	1982	Ecuador	1982
Bolivia	1980	Honduras	1982
Brasil	1983	México	1982
Chile	1983	Nicaragua	1980
Costa Rica	1981	Uruguay	1983
República Dominicana	1982	Venezuela	1982

Fuente: Purcell, J. y Kaufman, J., (1993).

III. Modelo Logit: Probabilidad de bancarrota

La metodología a seguir consiste en estimar los principales determinantes de la probabilidad de bancarrota mediante un modelo Logit, en una muestra de países latinoamericanos durante el período 1978-1985. El modelo Logit permite estimar funciones donde la variable dependiente es dicotómica⁽²⁾. Es decir, la variable dependiente en este modelo corresponde a dos situaciones posibles: declararse en bancarrota o no declararse en bancarrota. De esta manera las variables explicativas afectaran a la probabilidad de caer en situación de bancarrota.

Si Y es 1 en caso de que el país entre en "default" y 0 cuando no entra en default, entonces:

$$P_i = P(Y = 1 / X_i) = F(X_i) \quad (1)$$

donde la probabilidad de default (P_i) es igual a la probabilidad de que un país entre en bancarrota dado cierto valor de la variable explicativa X_i . Así, tenemos que

$$P_i = P(Y = 1 / X_i) = \frac{1}{1 + e^{-(B_1 + B_2 X_i)}} \quad (2)$$

Esta función se conoce como función de distribución logística acumulativa. Ahora bien, tenemos que P_i puede tomar un valor entre 0 y 1, y $(B_1 + B_2 X_i)$ puede variar entre - y +; pero P_i no está relacionada a $(B_1 + B_2 X_i)$ en forma lineal, lo que crea un problema a la hora de la estimación a través de método de mínimos cuadrados.

Para resolver ese problema operamos sobre (2), despejando:

$$\frac{P_i}{(1 - P_i)} = e^{B_1 + B_2 X_i} \quad (3)$$

Aplicándole logaritmos neperianos tenemos que:

$$L_{it} = Ln\left(\frac{P_{it}}{(1 - P_{it})}\right) = B_1 + B_2 X_{it} + u_{it} \quad (4)$$

la cual sí es una función lineal, y puede ser estimada por el método de mínimos cuadrados, aunque con la pequeña observación de que cambios en las variables explicativas implican variaciones del logaritmo de $P_i/(1 - P_i)$. L_i es función de una matriz de variables explicativas (X_{it}), u_{it} es el término de error aleatorio, B es el conjunto de parámetros a estimar (pendientes de la ecuación) y B_1 es un intercepto.

El signo de los coeficientes B indica el efecto de las variables sobre la probabilidad de ocurrencia del suceso estudiado, es decir, la probabilidad de que un país se declare en bancarrota. En este sentido, un coeficiente positivo indicaría que un incremento en la variable en cuestión provocaría un aumento en la probabilidad de que el país se declarara en bancarrota, siendo la interpretación inversa en el caso de que el coeficiente fuera negativo. Dicha probabilidad viene dada por:

$$P_{it} = \frac{e^{L_i}}{1 + e^{L_i}} \quad (5)$$

La sección cruzada de la muestra comprende los siguientes países: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, República Dominicana, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Trinidad y Tobago, Uruguay y Venezuela. La serie temporal de cada país corresponde al año en que fue declarada la bancarrota y los inmediatamente anteriores, todo ello dentro del intervalo 1978-1985. La variable dependiente de la regresión (Y_{it}) es igual a 1 en el año de la bancarrota y 0 en los años previos.

Las variables explicativas incluidas comprendieron inicialmente: Saldo en Cuenta Corriente como porcentaje del PIB, Deuda Pública Externa como porcentaje del PIB, Exportaciones como porcentaje de la Deuda Pública Externa, Exportaciones e Importaciones como porcentaje del PIB, Importaciones como porcentaje de la Deuda Pública Externa, Reservas Internacionales como porcentaje de la Deuda Pública Externa, Variación de las Reservas Internacionales, Reservas como porcentaje de las importaciones⁽³⁾, PIB per capita y Tasa LIBOR a 180 días (nominal y real)⁽⁴⁾. Como es explicado más adelante, sólo la Tasa LIBOR (Real) y la Deuda Pública Externa como porcentaje del PIB resultaron significativas, por lo que sólo ellas fueron tomadas en cuenta en la especificación final del modelo, y sólo los resultados referentes a ellas son presentados y analizados.

Los datos utilizados son los correspondientes a la base de datos del Fondo Monetario Internacional (FMI), los cuales fueron obtenidos de diferentes publicacio-

nes. La información en base a la cual fue construida la variable Y_{it} fue obtenida de Purcell, J. y Kaufman, J., 1993.

Los resultados del modelo final, estimado mediante el Método de Máxima Verosimilitud usando el paquete estadístico SPSS (Tabla II).

IV. Modelo Logit: Estimación

Los estadísticos comúnmente empleados para medir la bondad del ajuste indican que la estimación es bastante buena, sobre todo si tomamos en cuenta que deben existir factores de difícil observación, propios de cada país, que influyen en la probabilidad de bancarrota. El estadístico Chi cuadrado indica que existe una probabilidad del 0,01% de que el ajuste no sea aceptable. El 86,41% de los valores estimados de Y_{it} coincide con los reales, es decir, de las 103 estimaciones, sólo 14 fueron diferentes del valor real de la variable explicada.

Como puede apreciarse, las variables Tasa de Interés Internacional Real 180 LOBOR y Deuda Pública Externa como porcentaje del PIB son significativas al 5% de significación y tienen los signos esperados⁽⁵⁾. Un aumento en la Tasa LIBOR (Real) provoca un incremento en la probabilidad de bancarrota en el año en que dicho aumento ocurre. Igualmente, un aumento en la relación Deuda/PIB provoca un

Tabla II

Resultado de la estimación del modelo logit para la probabilidad de bancarrota

Variable	Coefficiente Estimado*
Deuda como porcentaje del PIB	5,3319 (1,6746)
Tasa de Interés Real Internacional	54,9484 (18,6660)
Constante	-6,4736 (1,4736)
Predicciones Acertadas	86,41 %
Log Likelihood	59,955
Bondad de Ajuste	70,036
Chi cuadrado (2 grados de libertad)	18,145

Variable Dependiente: Y_{it} (variable dicotómica para el año de default). Método de Estimación: Máxima Verosimilitud, Número de Observaciones: 103

* Desviaciones estándar entre paréntesis.

aumento en dicha probabilidad. Ello refleja el hecho de que el aumento en la tasa de interés real pagada por el país deudor provoca un crecimiento en la cantidad de recursos destinados al servicio de la deuda, situación que lleva a un progresivo racionamiento de recursos para otros fines que no puede ser mantenido por mucho tiempo. Por su parte, la razón Deuda/PIB es un indicador de la magnitud relativa de los compromisos de pago adquiridos por el país, y por tanto su capacidad para cumplir con los compromisos.

Sin embargo, como puede verse en la Tabla III, es de presumir que existen variables omitidas de importancia. Ello es evidente por el hecho de que, si bien el modelo logra predecir correctamente el 97,6% de los casos en que los países no se declararon en bancarrota, en cambio sólo acierta en 1 de los 13 casos (8%) en que los países efectivamente se declararon en dicha situación.

La Tabla IV muestra las probabilidades estimadas de bancarrota para cinco de los países de la muestra. La omisión de variables a la que se hizo mención anterior-

Tabla III
Tabla de correlación entre predicciones y valores observados de Y_i

		Valor Estimado	
		0	1
Valor Observado	0	88	2
	1	12	1

Fuente: Cálculos propios.

Tabla IV
Probabilidad estimada de default, países seleccionados

	Argentina	Mexico	Brazil	Venezuela	Colombia
1978	0,0191	0,06	0,03	0,03	0,02
1979	0,0113	0,03	0,02	0,02	0,01
1980	0,0103	0,03	0,01	0,02	0,01
1981	0,0236	0,06	0,03	0,04	0,03
1982	0,1229	0,26	0,12	0,15	0,12
1983			0,20		0,19
1984					0,11
1985					0,38

Fuente: Cálculos propios

mente se ve confirmada por los datos que aparecen en dicha Tabla. En efecto, notamos que México, Argentina y Venezuela en 1982, y Brasil en 1983, tienen probabilidades de bancarrota poco cercanas a 1, su valor esperado. En cambio Colombia, que no se declaró en bancarrota, tiene entre 1982 y 1985 probabilidades de bancarrota similares o superiores a las de los otros países en el año en que anunciaron el default. Evidentemente, existe alguna variable, no incluida en el modelo, que influye decisivamente sobre el hecho de que un país se declare en quiebra o no.

A pesar de esto, en la Tabla V y en la Figura 2 se señala que la probabilidad de bancarrota estimada aumenta considerablemente en el año en que se produce la bancarrota. Así, en Argentina sube de 0,02 en 1981 a 0,12 en 1982 (500% de variación); en México pasa de 0,06 a 0,26 (334%); en Brasil, lo hace de 0,12 a 0,20 (67%) y en Venezuela de 0,04 a 0,15 (275%). Aún para el caso Colombiano, el cambio en la probabilidad de bancarrota estimada señala un hecho real: en 1985 Colombia estuvo al borde de una Crisis de Balanza de Pagos que se estaba anunciando desde el año anterior, debiendo realizar un fuerte ajuste macroeconómico y fiscal. La probabilidad de bancarrota estimada de Colombia en 1984 es de 0,11 y en 1985 de 0,32 (191% de variación en la probabilidad).

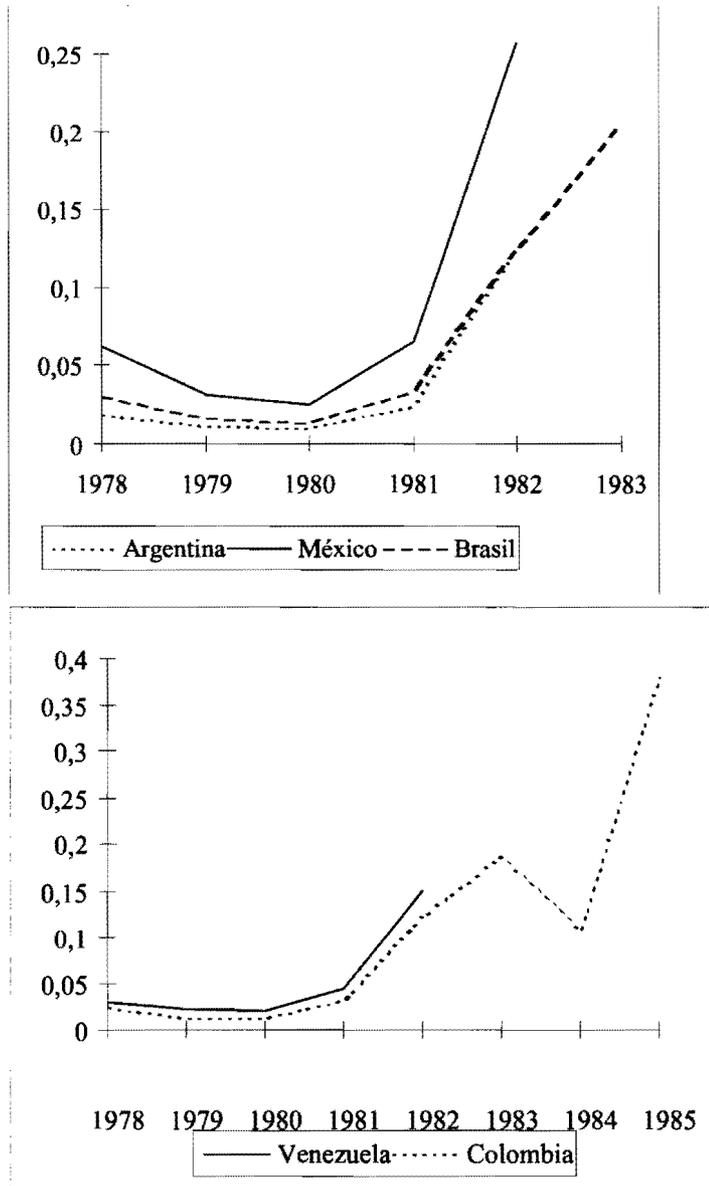
Por tanto, el modelo sí está señalando un cambio importante en la probabilidad de bancarrota justamente en los años en que la bancarrota ocurrió (y en el anterior), aunque es impreciso en cuanto a los niveles de las probabilidades en sí mismas. Quedan por explorar otras variables, menos obvias que las empleadas en este estudio, para lograr una mayor precisión en la estimación de la probabilidad de bancarrota.

Tabla V
 Variación interanual (%) en la probabilidad de default estimada

	Argentina	México	Brasil	Venezuela	Colombia
1979	(41,12)	(49,16)	(44,0)	(24)	(43)
1980	(8,78)	(19,05)	(20,0)	(11)	(8,8)
1981	129,82	155,10	150,0	117	153
1982	420,39	299,18	273,0	250	292
1983			63,7		56
1984					(43)
1985					252

Fuente: Cálculos propios.

Figura 2
Probabilidades de Default México, Argentina, Brasil, Colombia y Venezuela



Fuente: Cálculos Propios, Probabilidades estimadas desde el modelo inicial.

V. Ajuste al Modelo Logit y características de cada país

Como vimos en la sección anterior, el modelo estimado con sólo dos variables (deuda como porcentaje del PIB y la tasa de interés real) a pesar de que mantiene una consistencia bastante aceptable con respecto a la realidad, y es capaz de absorber el crecimiento de la probabilidad de default, presenta una capacidad limitada para estimar la probabilidad absoluta de default de cada país.

Para resolver este problema, se introdujo una variable dicotómica por cada país para distinguirlos unos de los otros. De esta forma se trató de captar el efecto de factores país-específicos que no pudieron ser captados anteriormente mediante variables como variación de las reservas, crecimiento del PIB, exportaciones, importaciones, saldo en cuenta corriente y amortizaciones de capital.

En la Tabla VI se muestra los resultados de la nueva regresión donde las variables artificiales (o DUMMY) de cada país representan la constante adicional de cada país.

Se puede ver claramente que la mayoría de esas variables artificiales no son significativas por separado pero, la capacidad explicativa del modelo completo aumenta significativamente. Es decir que a pesar de que individualmente esas variables no son significativas, en conjunto si aportan capacidad predictiva al modelo. En la Tabla VII se puede observar como en el 92,31% de los casos en que realmente hubo default, el modelo pronosticó correctamente.

En la Tabla VIII se puede ver como las probabilidades de default para ciertos países seleccionados se acercan muchísimo a 1 cuando se produce efectivamente el default. Casualmente, Venezuela es uno de los dos casos que el modelo no pudo predecir correctamente, indicando que la probabilidad de que Venezuela cayera en default en 1982 era cero cuando en realidad si cayó en default.

Esto afirma las sospechas sobre la existencia de características propias de cada país que no se han tomado en cuenta y que marcan significativamente el por qué ciertos países se declararon en default en cierto momento y otros no. El problema es que esas variables y sus efectos pueden ser muy diferentes para cada país. Por ejemplo, para Venezuela un determinante particular de su default puede estar concentrado en la reducción del precio del petróleo, mientras que esa causa sería contraria para la mayor parte de los países latinoamericanos.

En cambio, en el caso de México y Argentina la estructura de la deuda, puede haber sido el detonante de la crisis, ya que, estos países concentraban más del 30% de su deuda en el corto plazo y más del 60% a tasas variables, mientras que Colombia tenía adquirida la mayor parte de su deuda a largo plazo y a tasas fijas. Es así

Tabla VI

Resultado de la estimación del modelo logit para la probabilidad de bancarrota

Variable	Coefficiente Estimado*	Error estándar
Deuda como porcentaje del PIB	41,29	(18,26)
Tasa de Interés Real Internacional	311,61	(102,01)
Argentina	3,26	(11,18)
Bolivia	-3,42	(6,32)
Brasil	-3,94	(5,57)
Chile	-,716	(6,20)
Colombia	-21,38	(178,03)
Costa Rica	-10,28	(11,06)
Ecuador	-7,17	(6,48)
Guatemala	-23,36	(172,69)
Honduras	-0,30	(5,92)
México	-4,49	(8,66)
Nicaragua	-16,56	(12,02)
Panamá	-25,53	(11,83)
Paraguay	-22,92	(177,01)
República Dominicana	-6,65	(9,61)
El Salvador	-22,39	(176,91)
Trinidad y Tobago	-20,08	(176,64)
Uruguay	-7,19	(7,46)
Constante general	-25,99	(9,25)
Predicciones Acertadas	98,06%	
Log Likelihood	11,388	
Bondad de Ajuste	17,163	
Chi cuadrado (2 grados de libertad)	66,711	

Variable Dependiente: Y_{it} (variable dicotómica para el año de default). Método de Estimación: Máxima Verosimilitud, Número de Observaciones:103

Tabla VII

Tabla de correlación entre predicciones y valores observados de Y_i

		Valor Estimado	
		0	1
Valor Observado	0	89	1
	1	1	12

Fuente: Cálculos propios.

Tabla VIII

Probabilidades de default para países seleccionados

	Argentina	Brasil	Mexico	Venezuela	Colombia
1978	0,00	0,00	0,01	0,00	0,00
1979	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
1980	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
1981	0,00	0,00	0,01	0,00	0,00
1982	0,99	0,14	0,99	0,00	0,00
1983		0,86			0,00
1984					0,00
1985					0,00

Fuente: Cálculos propios.

como la crisis de la deuda llegó a cada país en formas muy distintas. Sin embargo, la identificación de estas diferencias está fuera del alcance de este trabajo.

VI. Conclusiones

Los resultados del Modelo Logit inicial empleado para estudiar los determinantes de la probabilidad de bancarrota (default) indican que dos variables: la relación Deuda Pública/PIB y la Tasa de Interés Real Internacional (LIBOR 180 días) fueron buenos indicadores de la probabilidad de bancarrota de los países latinoamericanos. El primero parece ser un buen indicador del grado en que un país puede administrar su deuda, y aumentos en el segundo presagian incrementos considerables en el gasto financiero que no pueden ser sostenidos por mucho tiempo. Los inversionistas deben prestar especial atención a la evolución de dichas variables. Aumentos considerables en cualquiera de ellas deben ponerlos en guardia respecto a la calidad de la deuda del país en cuestión.

A pesar de que tanto el tamaño de la deuda como el costo de la misma fueron causas significativamente determinantes en la decisión de los países para declararse en default, esos factores por si solos no explican completamente por qué varios países latinoamericanos llegaron a tal situación mientras que otros no. En la segunda estimación se comprobó que existen factores país-específicos de gran influencia sobre la magnitud de la probabilidad de default.

El segundo modelo es capaz de predecir con una certeza de más del 90% el momento en el cual los países cayeron en default y nos indica como situaciones propias de cada país, que no se pudieron determinar en forma explícita, afectaban en forma muy significativa la probabilidad de default. Entre esas características propias de cada país podrían estar: la estructura de la deuda (plazo, tasa de interés, períodos de gracia, etc.); la actitud interna de cada país frente a la deuda (factores políticos) y cambios bruscos en los precios de las exportaciones.

La aplicación de políticas de ajuste internas, como cierre de brechas fiscales, apertura comercial con apoyo al sector exportador y eliminación de otras distorsiones económicas, también deben ser tomados en cuenta por los inversionistas a la hora de estimar la calidad de la deuda pública de los países latinoamericanos.

Por último, es importante mencionar cómo la tasa de interés internacional determina los flujos de capitales entre países (Figura 1) y que la falta de precauciones de los entes involucrados puede llevar a situaciones como las vividas en la década de los ochenta. Este razonamiento debe ser tomado muy en cuenta en estos momentos en que la tasa de interés internacional ha bajado a niveles de finales de los años setenta y el flujo de capitales hacia América Latina se ha recuperado. Aunque, la América Latina actual no es la misma de hace 15 años, el caso del fuerte endeudamiento de Argentina y México, provocado por el efecto "Tequila", y el comienzo de amortizaciones de capital de deudas reestructuras bajo el esquema del plan Brady deben ser tomados en cuenta por los inversionistas interesados en los mercados emergentes de América Latina.

Notas

1. En adelante usaremos los términos bancarrota y default indistintamente.
2. Para más detalles ver Gujarati, D. N., 1992, 420- 430.
3. Todas las variables anteriores indican la disponibilidad de divisas para cumplir con los compromisos externos.

4. La tasa LIBOR es la tasa de referencia normalmente considerada en los contratos de deuda, y dado que para la época considerada las deudas eran en gran parte de corto plazo, el uso de la tasa a 180 días es razonable.
5. En cambio las otras variables, referentes a importaciones, exportaciones, PIB y reservas, no fueron significativas y tenían frecuentemente un signo contrario al esperado.

Referencias bibliográficas

Libros

GUJARATI, D.(1992), *Econometría*, México, McGraw Hill, Segunda Edición.

Publicaciones Periódicas

BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO, «Progreso Económico y Social en América Latina», Varios años.

EVANS, G. (1994), «Venezuelan Brady Bonds: Probability of Default and Ability to Pay», Baring Securities' Working Paper on Emerging Markets Debt Research, August.

PURCELL, J. y KAUFMAN, J.(1993), «The Risks of Sovereign Lending: Lessons from History», Salomon Brothers Working Papers on Emerging Markets Research, September.

tion of the results of the application in Venezuela of Flotation Bands. Among the conclusions, it is pointed out that the effort of the authorities to avoid a downward realignment of the nominal exchange rate, has resulted in the loss of control of the monetary offerand as a consequence price instabi continues in the Venezuelan economy.

Key word: Exchange policy, conversion box, exchange regime, flottion bands, monetary Policy.

I. Introducción

Después de una estabilidad cambiaria de más de cuarenta años, en 1983 se altera el régimen cambiario vigente en Venezuela, el cual era de un tipo de cambio fijo con libre convertibilidad.

A partir de ese momento se abre para la economía venezolana un período de alta inestabilidad cambiaria, a pesar de los distintos regímenes puestos en práctica en ese lapso con el fin de estabilizar el tipo de cambio. Así se han diseñado diversas modalidades de esquemas de flotación y de fijación del tipo de cambio con resultados poco eficientes.

Recientemente, la discusión se ha centrado en torno a la posibilidad del establecimiento de un tipo de cambio fijo, bajo el arreglo de la "Caja de Conversión", en contra del esquema de un tipo de cambio flotante, por bandas, similar al vigente en el sistema monetario europeo.

En este artículo se hará una comparación analítica entre estos dos esquemas, así como un intento de evaluación de los resultados obtenidos en la breve aplicación del régimen de flotación, por bandas, tal como fue implementado recientemente.

II. En torno a la caja de conversión

La caja de conversión, en términos formales, sería un arreglo institucional que aseguraría, la permanencia de una proporción fija entre el pasivo del Banco Central de Venezuela (BCV) (base monetaria) y la parte de su activo conformado por las reservas internacionales.

Tal arreglo se alcanzaría, estableciendo una paridad fija entre la moneda nacional y la moneda activo de reserva, en este caso el dólar, eliminando la posibilidad de que el BCV pueda realizar intervenciones en el mercado monetario (políticas de mercado abierto), así como que pueda comprar bonos públicos y ejercer la función de prestamista de "última instancia" con el sistema bancario; quedando toda posibilidad de variación de la base monetaria determinada por la variación de las reservas internacionales.