



Ciencias Sociales
Universidad de la República
URUGUAY

Conceptos sobre deuda externa



Ec. Venancio Lacurcia

Cra. Susana Picardo

Índice

	Página
Concepto de deuda	3
Clasificación	4
<i>Deuda externa bruta y neta</i>	4
Residencia	6
Deuda externa y Uruguay	7
¿Por qué se genera endeudamiento externo?	8
Pasivos incluidos en la deuda externa	9
Riesgos financieros	12
<i>Riesgo de mercado o de tasa de interés</i>	12
<i>Riesgo de crédito o de default</i>	12
<i>Riesgo de liquidez</i>	12
<i>Riesgo cambiario</i>	12
<i>Riesgo político o legal</i>	12
<i>Riesgo de evento</i>	13
Calificadoras de riesgo internacional	13
<i>Riesgo crediticio de emisión y emisor</i>	14
<i>Críticas a las calificadoras de riesgo</i>	14
Riesgo país	15
Indicadores de deuda	17
<i>Sostenibilidad de la deuda</i>	18
Estadísticas	19
Anexo	25
Bibliografía	26

Concepto de deuda

Todos los agentes económicos, cualquiera sea, desde un gobierno hasta una familia, al momento de desarrollar su actividad económica, reciben ingresos e incurren en egresos de diferente naturaleza.

Cuando los agentes deficitarios (con mayores egresos que ingresos) recurren al financiamiento a partir de los recursos de otros agentes de la economía, aquellos que han generado ahorro, es decir, agentes superavitarios, se genera una deuda u obligación con éstos últimos, la cual deberá ser cancelada.

Ambos grupos de agentes económicos se encuentran en el mercado financiero, unos como oferentes de recursos (agentes superavitarios) y otros como demandantes (deficitarios). Como en cualquier mercado, se determina el precio y la cantidad efectivamente transada para los instrumentos o activos financieros allí comercializados.

El mercado financiero, en definitiva, canaliza el ahorro de los agentes superavitarios hacia la inversión, remunerando a quienes aportan recursos¹ y cobrando a quienes precisan de dichos fondos,² en ambos casos a través del interés.

Los agentes deficitarios deberían endeudarse previendo que los flujos futuros de la utilización de ese ingreso compense, o más que compense, el costo financiero de la deuda contraída (capital más intereses).³

Teniendo en cuenta el objetivo anterior, los tomadores de deuda deberán evaluar y elegir el plazo, la moneda, el acreedor y el instrumento que mejor se adecue a sus necesidades y posibilidades.⁴

¹ La remuneración surge como forma de incentivo ante el sacrificio de consumo presente hacia los agentes superavitarios.

² En el caso de los agentes deficitarios, el costo financiero radica en la posibilidad de adelantar consumo futuro, es decir, de disponer de un dinero hoy.

³ Esa compensación no necesariamente es financiera; puede tratarse de un retorno social, cultural o de satisfacción de necesidades. El sentido dado apunta al retorno financiero.

⁴ Estos elementos son considerados a los efectos de clasificar la deuda, como se verá más adelante.

Clasificación

Según la naturaleza de los agentes deficitarios y superavitario, se definen diferentes clasificaciones de deuda.

Si se considera el sector institucional del emisor de un instrumento financiero de deuda (deficitario), la deuda puede ser pública o privada; si se considera la residencia del inversor (superavitario), éste puede residir en la economía local o en el extranjero y hablarse por ende de deuda interna o externa respectivamente. Pueden, a su vez, combinarse estos criterios y obtener clasificaciones de deuda para cada cruce.

El Banco Central de Colombia [BCC] (2016, p. 8) define *deuda pública externa* como “las deudas reembolsables a acreedores del exterior, que hayan sido contratadas directamente por el gobierno central, gobiernos locales, empresas públicas, banca pública o el banco central. También se incluye los pasivos de privados con garantía del sector público”.

En el caso del BCC (2016, p. 4), al analizar el saldo de la deuda externa pública por prestatarios, considera la desagregación gobierno nacional, entidades descentralizadas nacionales, departamentos y entidades descentralizadas departamentales, municipios y entidades descentralizadas municipales y Banco de la República.

El Banco Central del Uruguay (BCU) divide el sector público en financiero y no financiero. En el sector público no financiero se incluye al gobierno central, gobiernos locales y empresas públicas; dentro del sector público financiero se ubica al BCU y el resto de la banca pública.

La *deuda privada externa* está constituida por las obligaciones que los agentes privados residentes adquieren con no residentes sin garantía del sector público. Estas obligaciones se derivan de la colocación de bonos en el exterior, la financiación de operaciones de comercio exterior, el arrendamiento financiero y los préstamos externos. (BCC, 2016, p. 4)

En nuestro país, el Banco Central del Uruguay divide el sector privado en sector privado bancario y no bancario, no desagregando esta apertura.⁵

La *deuda interna*, tanto *pública como privada*, se define como la deuda emitida por el sector público o privado respectivamente, pero que es adquirida exclusivamente por agentes residentes de la economía.⁶

Deuda externa bruta y neta

El Fondo Monetario Internacional [FMI] (2013, p. 5) define la *deuda externa bruta* como “el monto pendiente de reembolso en un determinado momento de los pasivos corrientes reales y no contingentes asumidos por residentes de una economía frente a no residentes con el compromiso de realizar en el futuro pagos de principal, intereses o ambos”.

Para que un pasivo sea incluido en la deuda externa debe existir y estar pendiente de reembolso. El factor decisivo es si el acreedor tiene un derecho frente al deudor. (FMI, 2013, p. 5)

⁵ <http://www.bcu.gub.uy/Estadisticas-e-Indicadores/Paginas/Deuda-Externa.aspx>, archivo “Deuda externa bruta del Uruguay”.

⁶ En la siguiente sección se desarrolla el concepto de residencia.

La definición expuesta de deuda externa no distingue la composición de los pagos, ya que pueden corresponder a pagos de deuda contraída (principal), pago de intereses (servicios de deuda) o combinación de ellos. Se incluyen los atrasos en los pagos de principal e intereses.

Tampoco se especifica la forma en que se realiza el pago, es decir, el tipo de activo que cancela el mismo; lo importante para ser incluido en la definición de deuda externa es que la obligación del pago exista. (FMI, 2013, p. 6)

Los organismos internacionales como el FMI o el Banco Mundial (BM) procuran estandarizar las estadísticas respecto a las diferentes formas de cuantificar o valorar el endeudamiento externo de un país como forma de unificar criterios, generar transparencia en procedimientos y facilitar la comparabilidad internacional.

La *deuda externa neta* se define como saldo neto de la deuda externa, o sea, la deuda externa bruta menos los activos externos materializados en instrumentos de deuda. (FMI, 2013, p. 88 - 89)

En otras palabras, según el FMI (2003, p. 65), la deuda externa neta es igual a la diferencia entre la posición de deuda externa bruta y la posición de activos en instrumentos de deuda.

En este sentido, el BCU calcula la *deuda externa pública neta* como la diferencia entre la deuda externa bruta menos los activos externos, tanto del BCU como del sector público no financiero.⁷

La deuda neta, sea global o específica del sector público, se calcula como la deuda bruta menos los activos externos que la economía o determinado sector tengan respecto a no residentes.

Como se mencionaba en el apartado de deuda externa bruta, los organismos internacionales buscan definir criterios comunes para las estadísticas de deuda externa; por ejemplo nótese la similitud de criterios con que se calcula la deuda externa neta global en Australia: “la deuda externa neta es igual a la deuda externa bruta menos los activos no patrimoniales tales como las reservas en divisas del Banco de la Reserva y los préstamos de los residentes de Australia a los no residentes”.^{8,9}

⁷ <http://www.bcu.gub.uy/Estadisticas-e-Indicadores/Paginas/Default.aspx>

⁸ Texto original: *Net foreign debt* is equal to gross foreign debt less non-equity assets such as foreign reserves held by the Reserve Bank and lending by residents of Australia to non-residents, http://www.aph.gov.au/About_Parliament/Parliamentary_Departments/Parliamentary_Library/pubs/MSB/feature/foreigndebt

⁹ Véase otro caso como ejemplo de unificación de criterios “Information on the compilation and dissemination of the Net External Debt Position of the Republic of Macedonia in accordance with international standards”, http://www.nbrm.mk/WBStorage/Files/2-eng_Info%20Neto%20dolg%202004-2006_03.12.07.pdf

Residencia

Al momento que un hecho económico genera pasivos con el exterior y así se constituya en deuda externa, debe cumplirse que el agente que contrae el pasivo sea residente de la economía en cuestión no importando la nacionalidad de dicho agente.

Para definir deuda externa prevalece el concepto de residencia por sobre el de nacionalidad; se define pues que quién asume un pasivo con el exterior es un agente residente de la economía en cuestión y lo hace con un no residente de dicha economía.

Según el FMI (2013, p. 6) “la residencia está determinada por la ubicación del centro de interés económico predominante del deudor y el acreedor —que generalmente es el lugar donde residen habitualmente—, y no por su nacionalidad”.

Para determinar la residencia, se define en FMI (2013, p. 8 - 10) tres conceptos básicos que son los de economía, territorio económico y centro de interés económico predominante.

Una *economía* está integrada por todas las unidades institucionales residentes de un territorio económico determinado.

El concepto de *territorio económico* usado con más frecuencia es la zona que se encuentra bajo el control económico efectivo de un solo gobierno.

Una unidad institucional tiene un *centro de interés económico predominante* y es una unidad residente de una economía cuando en algún lugar —vivienda, planta de producción u otros establecimientos— dentro del territorio económico de esta economía realiza y tiene intenciones de seguir realizando actividades económicas y transacciones a escala significativa, en forma indefinida o por un período determinado pero prolongado.

Estos conceptos son fundamentales, pues definen qué transacciones económicas y sus correspondientes pasivos serán incluidos en la contabilización de la deuda con el exterior. Los hechos económicos que generen pasivos entre agentes residentes o entre agentes no residentes no serán incluidos en el stock de deuda externa, sea cual sea la definición de ésta que se considere.

Deuda externa y Uruguay

El vínculo entre Uruguay y la deuda externa tiene sus raíces en el siglo XIX y es una relación que perdura hasta nuestros días.

Nuestro país ha recurrido al financiamiento internacional desde la década de 1860, con el primer préstamo internacional solicitado en el mercado de Londres. (Bertoni y Bertino, 2006, p. 3)

La relación entre Uruguay y la deuda externa, además de llevar más de ciento cincuenta y cinco años, ha sido muy importante, ya que el peso de la deuda externa ha sido casi siempre elevado en el total del endeudamiento externo público del país.

Bertoni y Bertino (2006, p. 7) muestran la importancia relativa del endeudamiento externo para el sector público para todo el siglo XX:

Cuadro 1: deuda pública uruguaya según residencia de acreedores (en porcentajes).

Año	No residentes	Residentes
1900	63	37
1950	21	79
2000	67	33

Fuente: Bertoni y Bertino (2006).

Nota: porcentajes a partir de valores en pesos corrientes.

Se observa que ya a comienzos del siglo XX la proporción del endeudamiento externo público alcanzaba a dos tercios del total de endeudamiento del sector. Lo mismo ocurre hacia finales de siglo.

El financiamiento externo del sector público se reduce entre 1939 y 1959, donde oscila, con tendencia descendente, entre un 50 y un 10% del total del endeudamiento del sector. Este período abarca la Segunda Guerra Mundial, con las restricciones financieras internacionales asociadas al conflicto.

En 1959 empieza el relacionamiento de nuestro país con los organismos internacionales creados luego de la guerra (Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial, Banco Interamericano de Desarrollo –BID-), firmando la primera carta de intención con el FMI en 1960¹⁰, con el compromiso de adoptar políticas ortodoxas.¹¹

Actualmente, según cifras del Banco Central del Uruguay, el peso del endeudamiento público externo en el total de la deuda pública alcanza al 57,5%. La deuda externa bruta pública representa el 66,5% de la deuda externa bruta total.¹²

¹⁰ Según Bertoni y Bertino (2006, p. 7), se firmaron 6 cartas intención entre 1960 y 1973. Las “cartas intención” son contrapartidas de política exigidas por el FMI como condicionamiento del otorgamiento del crédito.

¹¹ Yaffe, Jaime (2010, p. 14).

¹² <http://www.bcu.gub.uy/Estadisticas-e-Indicadores/Paginas/Default.aspx>

Por tanto, el capital internacional ha sido, y sigue siendo, una fuente de financiamiento muy importante para nuestro país.¹³

¿Por qué se genera endeudamiento externo?

Los hechos económicos que generan pasivos externos son variados aunque pueden resumirse de la siguiente forma:

En general, los pasivos de deuda surgen como consecuencia del suministro de valor económico —es decir, activos (financieros o no financieros, incluidos los bienes), servicios y/o renta— por parte de una unidad institucional (el acreedor) a otra (el deudor), generalmente en el marco de un acuerdo contractual en el que se especifican los pagos que deben efectuarse. Los pasivos de deuda también pueden ser creados por una disposición legal o por acontecimientos que hagan necesaria la transferencia de pagos futuros. (FMI, 2013, p. 5)

Los motivos por los cuales se busca recurrir al mercado de capitales internacional para adquirir pasivos de deuda son variados, dentro de los cuales podemos destacar los siguientes:

- El costo de tomar fondos en el mercado internacional puede ser menor que en el mercado local, debido a la mayor cantidad de agentes participantes y capitales movilizados; ejemplo de esta situación es el aumento de la demanda internacional sobre la emisión de deuda de un Estado cuando éste pasa a tener grado inversor y el menor costo financiero (tasa de interés) asumido.
- Ahorro interno insuficiente para financiar a los agentes residentes deficitarios y se deba recurrir a agentes superavitarios a nivel internacional.
- Mercados financieros locales pequeños, no competitivos, que dificulten la canalización de fondos hacia los agentes que necesitan financiamiento.
- Persecución de objetivos de política, en las cuales se dé preferencia al capital internacional.¹⁴
- Decisiones políticas, adaptadas en contextos específicos, como ser salida de una crisis o condicionamientos internacionales a un gobierno.

¹³ En la sección “Estadísticas” se analizará cómo ha ido evolucionando en los últimos años el perfil de deuda externa de nuestro país.

¹⁴ “...el gobierno de Batlle y Ordoñez logró realizar una importante conversión de deuda interna en deuda externa. Para el gobierno la conversión tenía la ventaja de empujar al capital nacional hacia las inversiones en las actividades productivas, frenando al mismo tiempo las expectativas de especulación de los tradicionales tenedores de títulos públicos” (Bertoni y Bertino, 2006, p. 10).

Pasivos incluidos en la deuda externa

Para cualquier clase de deuda que un Estado u Organización fuere a tomar, es necesario realizar una evaluación ex ante de dicha acción y como primer objetivo minimizar el costo financiero.

Puede suceder incluso, que dicha acción particular se encuentre enmarcada en una estrategia más amplia de endeudamiento y que el objetivo de minimizar el costo financiero sea a nivel global y no para una acción de endeudamiento específico.

En ambas situaciones es necesario definir qué tipo de pasivo se desea adquirir y para ello es necesario incorporar variables tales como plazo, acreedor, moneda, tipo de tasa de interés, entre otras, de forma de lograr acercarse al objetivo de minimizar el costo del portafolio de deuda para un nivel de riesgo dado.

VARIABLES como tipo de cambio, inflación, evolución de los productos brutos internos, movimientos de activos financieros internacionales, expectativas sobre escenarios futuros, influirán en la combinación (plazo, moneda, tasas, etc.) de deuda que tome un agente para definir su portafolio de endeudamiento y el nivel de riesgo asociado que éste conlleva.

Por tanto, las decisiones de endeudamiento deben buscar, al momento de tomar la decisión, minimizar la combinación costo – riesgo.

El riesgo por definición implica un contexto de incertidumbre futura sobre la evolución del entorno, por tanto la conclusión final sobre la eficiencia del portafolio elegido se conocerá únicamente ex post, finalizados los plazos de deuda contraída y comparando con los portafolios alternativos no elegidos.

Por ejemplo, un Estado o una empresa deciden tomar un pasivo internacional y supongamos que existe una oferta amplia; por tanto, será decisión de la organización local decidir si toma el pasivo en dólares o euros (para ello deberá definir escenarios futuros sobre la evolución de la paridad cambiaria entre ambas monedas); definir el plazo del instrumento, teniendo como regla general que a mayor plazo, mayor el costo financiero debido a la mayor incertidumbre y al valor tiempo del dinero; decidir si se toma a tasa fija o variable, donde la tasa fija minimiza la incertidumbre del valor de los flujos futuros de pagos pero tiene como contrapartida el riesgo de que la tasa de mercado caiga en el futuro y se asuma un costo financiero mayor; si el pasivo lo contrae con un organismo internacional público, privado o multilateral, con las condiciones que cada institución pueda plasmar en la emisión o el poder de negociación bilateral que se tenga con la misma, por ejemplo en cuanto a una posible refinanciación.

A esto debe agregarse que estas variables consideradas para la toma de decisión de la contratación de este pasivo específico deben enmarcarse dentro de la política de endeudamiento general de la organización. Por ejemplo, un Estado que tenga un noventa por ciento de su deuda pública en moneda extranjera y desee equilibrar el portafolio con deuda en moneda local para minimizar el riesgo cambiario por el descalce entre ingresos y egresos fiscales; esta estrategia general seguramente condicione la toma de nueva deuda, ya que se agrega una restricción en la decisión.

Según el FMI (2013, p. 7), los pasivos de deuda, es decir, los pasivos incluidos en la deuda externa son los siguientes: asignaciones de derechos especiales de giro (DEG); moneda y depósitos (incluidas las cuentas de oro no asignadas); títulos de deuda; préstamos; seguros; pensiones; mecanismos normalizados de garantía; créditos y anticipos comerciales, y otras cuentas por pagar.

El Banco Central de Colombia (2016, p. 7) utiliza los siguientes agrupamientos de pasivos para el registro de la deuda externa:

- *Préstamos*: Incluye los pasivos financieros creados cuando un prestamista (acreedor) presta fondos directamente a un prestatario (deudor) mediante un acuerdo en virtud del cual el prestamista recibe un documento no negociable.
- *Crédito comercial*: Comprende los pasivos relacionados con la concesión directa de créditos por parte de proveedores en transacciones de bienes y servicios y pagos anticipados por productos en elaboración.
- *Títulos de deuda*: Corresponde a la financiación obtenida en los mercados internacionales de capital, a través de la colocación de bonos y pagarés.
- *Arrendamiento financiero*: es un mecanismo de financiación para la adquisición de bienes y servicios por parte del arrendatario, como alternativa a la obtención de un préstamo directo. Esta financiación corresponde a deuda externa cuando es realizada entre un agente no residente (arrendador) y un agente residente (arrendatario)
- *Titularizaciones*: operación mediante la cual se emiten títulos valores cuyos pagos de renta y capital dependen de un conjunto de activos que lo respaldan. Estos activos pueden ser hipotecas, préstamos de automóviles e ingresos futuros, por ejemplo aquellos que provienen de exportaciones. El objetivo de una titularización es convertir un activo ilíquido en un título valor negociable en el mercado secundario.
- *Otros pasivos*: Corresponden a obligaciones financieras relacionadas con operaciones corrientes de las compañías de seguros con sus contrapartes en el exterior.

El Banco Central del Uruguay, desde el punto de vista de los instrumentos, utiliza la apertura títulos, préstamos internacionales, créditos comerciales, depósitos y otros.

Los instrumentos de deuda incluidos en la deuda externa, tendrán diferentes características según las variables que se detallan a continuación:

- *Según tasa de interés*: ésta puede ser fija o variable; en el primer caso el costo financiero es siempre el mismo período a período mientras que en el segundo caso el costo financiero depende de otra variable que se toma como referencia, por ejemplo una función de una tasa de interés internacional.
- *Según plazo*: a mayor plazo, es mayor la incertidumbre y mayores costos financieros; también puede verse como más favorable para la obtención de retornos para determinados usos. Una de las divisiones que se utilizan usualmente para definir el perfil de deuda de un país u organización es el plazo de los pasivos asumidos.

Se distingue entre deuda externa de corto plazo y deuda externa de mediano y largo plazo. El punto de corte generalmente es el año.

Según BCC (2016, p. 7) deuda externa de mediano y largo plazo comprende todas las obligaciones con no residentes cuyo vencimiento original haya sido pactado a un plazo superior a un año a partir del desembolso de los recursos; deuda externa de corto plazo es aquella contratada a un plazo igual o inferior a un año.

- *Según moneda:* la elección de la moneda del pasivo determina la exposición cambiaria del portafolio de deuda y el descalce entre ingresos y egresos del agente.
- *Según acreedor:* éste puede ser público, privado u organismos multilaterales. Las condiciones de emisión y por ejemplo de refinanciación, pueden diferir según la naturaleza del acreedor.

No todos los instrumentos financieros quedan incluidos en el registro de la deuda externa, por ejemplo:

Las participaciones de capital y en fondos de inversión, y las otras participaciones de capital, se excluyen de los pasivos de deuda porque no conllevan el pago de principal o intereses. Por la misma razón se excluyen también los instrumentos financieros derivados. Sin embargo, una obligación vencida de liquidación de un contrato de derivados financieros podría, como todo atraso, constituir un pasivo de deuda, pues existe una obligación de pago. (FMI, 2013, p. 7)

Riesgos financieros

El riesgo es sinónimo de incertidumbre; al tratar de medir el riesgo, se está intentando medir la eventualidad de ocurrencia de sucesos que no son seguros ni imposibles.

Respecto al mercado financiero, el riesgo total suele ser dividido en áreas para facilitar el análisis y aislar de cierta forma algunas variables.

Las áreas o clases de riesgo que se consideran generalmente son:

Riesgo de mercado o de tasa de interés

Mide el riesgo de las variaciones de la tasa de mercado respecto a la tasa del instrumento financiero; en el caso de instrumentos de deuda con tasa fija, las variaciones de la tasa de mercado, mientras tienen vigencia los flujos financieros, abaratan o encarecen, en términos relativos, la opción elegida.

Riesgo de crédito o de default

Es el riesgo de incumplimiento por parte del deudor de las cláusulas del contrato de emisión; no cumplir en tiempo y forma con los pagos de intereses estipulados o con la devolución del capital. La calificación de riesgo que recibe el instrumento y el emisor permiten medir de cierta forma este riesgo.

Riesgo de liquidez

Es el riesgo que aparece cuando el acreedor quiere vender el instrumento antes del vencimiento y no tiene demandantes o los consigue a un precio por debajo del precio razonable.

Riesgo cambiario

Cuando el instrumento financiero está denominado en una moneda diferente a la moneda doméstica del país donde reside quién contrae la deuda. Los pagos que deberá realizar el deudor están influidos por el tipo de cambio que rija al momento de cada pago.

Riesgo político o legal

Los deudores pueden verse impedidos de cumplir con lo establecido en el contrato de emisión del instrumento financiero por alguna determinación gubernamental del país en cuya jurisdicción se haya emitido el instrumento o en el país donde se desarrolle su actividad.

Pueden suceder también cambios en materia tributaria o regulatorios que afecten a los instrumentos.

Riesgo de evento

Es el riesgo de ocurrencia de eventos serios e inesperados, por ejemplo desastres naturales o sociales.

Calificadoras de riesgo internacionales

La empresa Standard & Poor's [S&P] (2013, p. 2) es una de las empresas calificadoras de riesgo que calcula el riesgo país.¹⁵ La misma define el riesgo país “como la amplia gama de riesgos económicos, institucionales, de mercados financieros y legales que se presentan al hacer negocios con o en un país específico y que pueden afectar la calidad crediticia de una entidad no soberana”.

S&P toma las siguientes variables para calcular el riesgo país:

- Riesgo económico.
- Riesgo de efectividad institucional y de gobierno (incluye riesgos conocidos como “riesgo político”).
- Riesgo del sistema financiero.
- Riesgo de cultura de pago o ejercicio de la ley.¹⁶

La premisa básica detrás de la dimensión riesgo económico es que “existe una correlación entre el aumento de la volatilidad macroeconómica y el riesgo país elevado”. (S&P, 2013, p. 4)

La volatilidad económica puede conllevar aumento de la probabilidad de incumplimiento por parte de las empresas y el Estado; en este sentido, S&P observa “elevada correlación entre las tasas de incumplimiento de empresas y las crisis soberanas y volatilidad macroeconómica”. (S&P, 2013, p. 4)

Respecto al segundo riesgo considerado por S&P, la empresa relaciona los riesgos de efectividad institucional y de gobierno con los mercados afirmando que en “los periodos de estrés los mercados emergentes estuvieron caracterizados por inestabilidad política, elevada deuda externa, políticas financieras insostenibles, fuerte dependencia de las exportaciones y mercados financieros inestables [...] el principal enfoque se centra en los factores que se relacionan con la estabilidad y previsibilidad del entorno para los no soberanos (empresas)”. (S&P, 2013, p. 4)

El riesgo del sistema financiero mide la probabilidad de ocurrencia de una crisis bancaria, en el entendido de la existencia de “una correlación significativa de incumplimientos en los puntos débiles de los ciclos económicos y las crisis bancarias”. (S&P, 2013:4)

S&P evalúa indicadores como el respeto por el ejercicio de la ley, los derechos de propiedad, derechos contractuales y obligatoriedad, corrupción y riesgo relacionado con eventos, incluyendo los casos extremos de expropiación y nacionalización en las consideraciones de riesgo país; indicador “Doing Business In” del Banco Mundial como indicador de cumplimiento de contratos; y análisis de régimen de insolvencia. (S&P, 2013:5)

¹⁵ Otras empresas calificadoras de relevancia en la actualidad son Moody's, <https://www.moody.com/> y Fitch, <https://www.fitchratings.com/site/home>.

¹⁶ Cada una de estas dimensiones son, a su vez, calificadas en una escala de 1 a 6: 1= riesgo muy bajo, 2= riesgo bajo, 3= riesgo intermedio, 4=riesgo moderadamente alto, 5= riesgo alto, 6= riesgo muy alto.

Riesgo crediticio de emisión y emisor

Para la empresa S&P define la calificación de riesgo crediticio de emisión:

Una opinión prospectiva sobre la calidad crediticia de un deudor respecto a una obligación financiera específica, una clase u obligaciones financieras específicas, o un programa financiero específico (incluyendo las calificaciones de los programas de notas de mediano plazo y de programas de papel comercial). Esta opinión considera la calidad crediticia de garantes, aseguradoras u otras formas de respaldo crediticio de la obligación y también toma en cuenta la moneda de denominación de la obligación. Esta calificación refleja la opinión de S&P Global Ratings sobre la capacidad del deudor y su voluntad para cumplir sus compromisos financieros en tiempo y forma, y puede evaluar factores tales como el colateral o garantía y la subordinación, todos los cuales podrían afectar el pago final en un evento de incumplimiento [...] Las calificaciones de emisión constituyen una evaluación sobre el riesgo de incumplimiento (default). (Standard & Poors, 2016, p. 5)

Existen calificaciones de corto y largo plazo, según el plazo del activo emitido (se toma como referencia generalmente un año) y son específicas de la emisión puntual; puede ser una emisión con riesgo mínimo de incumplimiento dadas las garantías con las cuales es emitida a pesar de tratarse de un emisor con alto riesgo de incumplimiento.¹⁷

Standard & Poors maneja la siguiente definición respecto a la calificación crediticia del emisor:

Una opinión prospectiva sobre la calidad crediticia general de un deudor. Esta opinión se centra en la capacidad y voluntad del emisor para cubrir sus compromisos financieros en su vencimiento. No aplica a ninguna obligación financiera específica [...] las calificaciones de crédito de contraparte, las calificaciones crediticias corporativas y las calificaciones de crédito soberanas también son formas de calificaciones crediticias de emisor". (Standard & Poors 2016, p. 7)

Las calificaciones crediticias de emisor pueden ser de largo o corto plazo, al igual que las calificaciones de emisión.¹⁸

Críticas a las calificadoras de riesgo

La actuación de las calificadoras de riesgo internacionales privadas genera mucha controversia, ya que su actuación afecta positiva o negativamente a los agentes que participan en el mercado financiero internacional, ya sean agentes superavitarios (inversores) o deficitarios (emisores de deuda), públicos o privados.

La calificación de riesgo afecta la relación riesgo/retorno, ya que determinada calificación de riesgo conlleva determinado retorno aceptado (exigido) por el mercado; una calificación de riesgo mayor a la que correspondería teóricamente genera un impacto directo en el emisor de deuda, que deberá

¹⁷ Véase Standard & Poors (2016, p. 6) donde se detallan los niveles de calificación de corto y largo plazo. http://www.standardandpoors.com/es_LA/delegate/getPDF?articleId=1708339&type=COMMENTS&subType=RATING%20DEFINITION

¹⁸ Véase la escala de calificaciones de emisor para Uruguay de la empresa S&P en https://www.standardandpoors.com/es_LA/delegate/getPDF?articleId=1498067&type=COMMENTS&subType=RATING%20DEFINITION

aumentar la tasa de interés del activo financiero para que el mismo sea demandado por los inversores, incurriendo así en mayores costos financieros.¹⁹

Otro ejemplo es la demora en otorgar el grado inversor a una economía,²⁰ lo cual implica que dicha economía debe incurrir en mayores costos financieros al momento de endeudarse, ya que se encuentra dentro de la franja de inversión especulativa.²¹

Riesgo país

El riesgo país es un indicador que muestra la probabilidad de incumplimiento de las obligaciones contraídas por parte de una economía al momento de la emisión de las mismas.

Esta medida se traduce en un sobre costo financiero (mayor tasa de interés) a ser pagado por parte del deudor (emisor de deuda) de forma tal que arbitra las combinaciones retorno/riesgo para cada país emisor de deuda, de forma que haga indiferente al inversor (acreedor) entre las distintas alternativas.

En este sentido, República Afap calcula el riesgo país de nuestro país como:

El spread o diferencia entre el rendimiento de los bonos uruguayos y el rendimiento de los bonos del tesoro norteamericano. La existencia de un diferencial entre el rendimiento de los bonos soberanos de un país respecto de Estados Unidos (considerado el país con menor nivel de riesgo en el mundo) es usualmente atribuible a un premio por riesgo de "default" o incumplimiento de las condiciones de la deuda.²²

En dicha metodología de cálculo se observa el arbitraje entre países para la relación retorno/riesgo, y dicho arbitraje se concreta en la realidad cuando nuestro país paga una tasa de interés $x\%$ superior a igual instrumento de deuda estadounidense.²³ El inversor debería ser indiferente entre invertir en un papel de deuda emitido por el Estado uruguayo con cierto nivel de riesgo y cierta tasa de interés o invertir en uno de la misma naturaleza (plazo, forma de pago, moneda) del gobierno de Estados Unidos con riesgo de incumplimiento o default cero y a una tasa libre de riesgo.²⁴

¹⁹ Véase el documental "Calificadoras de Riesgo: El poder en las Sombras", Deutsche Welle (DW), 2013, en: <https://www.youtube.com/watch?v=Uo5ZkxBQAfs>

²⁰ Manejamos el supuesto que la economía en cuestión presenta fundamentos y perspectiva sólida y positiva.

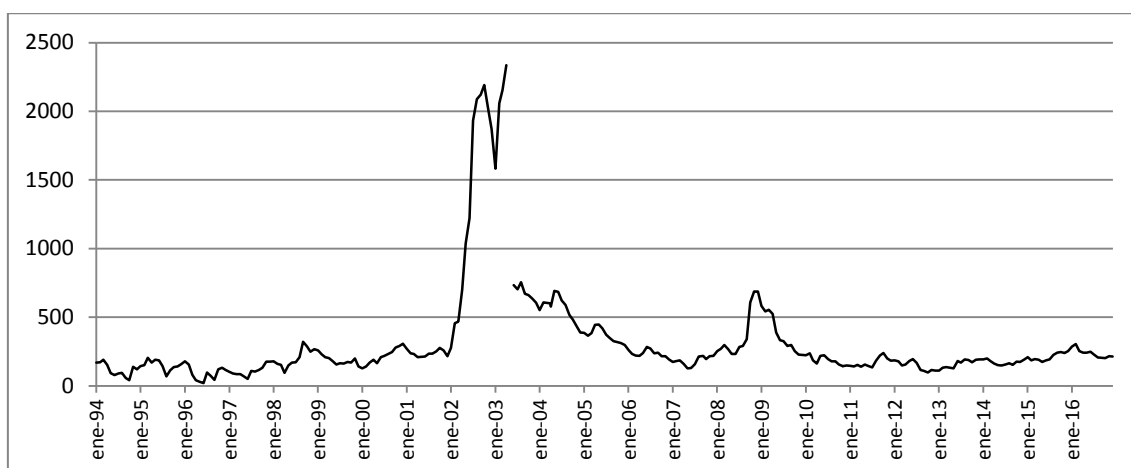
²¹ Véase diario El Observador, <http://www.elobservador.com.uy/lorenzo-habia-reclamado-el-grado-inversor-n221683>, 3 de abril de 2012.

²² https://www.rafap.com.uy/mvdcms/noticia_89_1.html

²³ Por ejemplo, Uruguay en enero de 2017 tuvo un riesgo país promedio de 200 puntos básicos, lo cual debe interpretarse que nuestro país debe pagar una tasa de interés 2% superior a lo que pague Estados Unidos por igual instrumento de deuda.

²⁴ La tasa libre de riesgo es la tasa de interés asociada a un grado de cumplimiento por parte del emisor del cien por ciento (riesgo país cero).

Gráfico 1: evolución del riesgo país de Uruguay (índice UBI –Uruguay Bond Index-, en puntos básicos).



Fuente: elaboración propia a partir de datos de República Afap.

Obsérvese en el gráfico 1 los efectos sobre el riesgo país de nuestro país de las crisis económicas; en particular la crisis local de 2002 y la crisis financiera internacional de 2008-2009.

Los efectos sobre el riesgo país en 2002 fueron de mayor duración que en 2008-2009 y de mayor profundidad; el riesgo país superó los 2000 puntos básicos o en otras palabras, nuestro país debía endeudarse a una tasa de interés veinte (o más) puntos porcentuales superior a la tasa de interés del mismo pasivo de deuda emitido por Estados Unidos, un costo financiero que de hecho dejaba fuera a nuestro país del circuito internacional de capitales.

Indicadores de deuda

El indicador deuda externa dividido el valor del PBI muestra el peso que la misma tiene respecto a la variable que por excelencia es utilizada para mostrar el valor del esfuerzo productivo de determinada economía en determinado período de tiempo.

$$I_1 = \frac{Deuda}{PBI}$$

En otras palabras, el indicador muestra el peso, en términos de esfuerzo - tiempo productivo, que la deuda externa tiene para dicha economía.

Diversas definiciones operativas de deuda externa pueden incluirse en el numerador de la expresión; en general se utilizan los indicadores deuda externa bruta, neta, pública y privada.

Generalmente este indicador es calculado con ambas variables expresadas en dólares estadounidenses, por tanto queda afectado por la evolución del tipo de cambio bilateral peso uruguayo – dólar. Por ejemplo, en un contexto de baja del PBI (recesión) en pesos y aumento del tipo de cambio (suponiendo la deuda externa constante) el indicador tiende a aumentar; si a esto sumamos el hecho que fruto de esa recesión el país incrementa su endeudamiento en dólares, más aún se dispara hacia arriba el indicador.²⁵

$$I_2 = \frac{Deuda}{Exportaciones}$$

$$I_3 = \frac{Deuda}{Ingresos\ fiscales}$$

Para cualquiera de estos indicadores, la idea es la misma que lo visto anteriormente para el ratio deuda/PBI; cuantificar el esfuerzo que debiera realizar un país para cancelar su endeudamiento externo acumulado respecto a variables que representan ingresos.

Los tres indicadores permiten, a la vez, medir y caracterizar una situación (diagnóstico) y servir de base para actuar sobre dicha realidad (política económica) por parte de un gobierno.

Este análisis descriptivo también es de utilidad a los acreedores ya que permite evaluar y apoyar la toma de decisiones de financiamiento hacia los agentes deficitarios respecto a la solvencia de éstos.²⁶

Existe consenso en que existe correlación positiva entre el aumento de los indicadores anteriores y la probabilidad de incumplimiento de los compromisos de deuda por parte de los deudores.

De todos modos “los países interrumpen el servicio de su deuda [...] cuando perciben que el costo de servirla es demasiado elevado en relación con sus objetivos económicos y sociales [...]

²⁵ Es lógico pensar que en un contexto de recesión y ante la necesidad de financiamiento, el país deba endeudarse en dólares como forma de dar confianza a los inversores internacionales.

²⁶ La solvencia de un agente es la capacidad para cumplir con los compromisos adquiridos en tiempo y forma.

en general el factor más importante es la voluntad de pagar, no la capacidad de pago teórica en términos macroeconómicos”. (FMI, 2013, p. 180)

Es importante, pues, que los indicadores de deuda externa se mantengan en valores plausibles, de forma tal que no se encuentre comprometida la capacidad de pago futura de un país. Es fundamental para un país evitar la cesación de pagos, ya sea del capital o intereses, pues la credibilidad internacional del mismo en caso de no cumplir con sus obligaciones se verá erosionada fuertemente, afectando incluso el acceso al financiamiento internacional de los agentes privados.

Sostenibilidad de la deuda

Según el Fondo Monetario Internacional (2016), se deben manejar diferentes umbrales de tolerancia para los indicadores mencionados, según el desempeño económico de los países, sus políticas e instituciones. La relación entre la clasificación del desempeño económico y los umbrales de deuda externa respecto a las variables exportaciones y PBI es positiva, es decir, a mejores desempeños de las economías, mayores umbrales tolerables para los indicadores.

Cuadro 2: umbrales de la carga de la deuda externa según indicador (en porcentajes).

Umbrales de la carga de la deuda dentro del MSD (Marco de Sostenibilidad de la Deuda) en porcentajes					
Desempeño económico	VA de la deuda como porcentaje de			Servicio de la deuda como porcentaje de	
	Exportación	PIB	Ingreso	Exportación	Ingreso
Deficiente	100	30	200	15	25
Mediano	150	40	250	20	30
Firme	200	50	300	25	35

Fuente: FMI (2016).

Los indicadores anteriores y sus valores de referencia, deben ir acompañados de datos de otras variables de la economía, de forma de tener un panorama más completo de la realidad.

Cuando los indicadores varían deberíamos saber por qué lo hacen; en principio, podemos hacernos una idea negativa de una economía donde el indicador deuda/PBI aumenta, pero debemos saber en qué utiliza el dinero recibido (pasivos asumidos) dicha economía.

Si el dinero es utilizado en inversiones (en sentido amplio) económicas, sociales, culturales, las cuales van a presentar un retorno financiero o social, esos pasivos contraídos podrían estar siendo cancelados por sus propios rendimientos, es decir, “se pagarían a sí mismos”, ya sea parcial o totalmente. Por tanto, no necesariamente un aumento del indicador es una señal negativa.

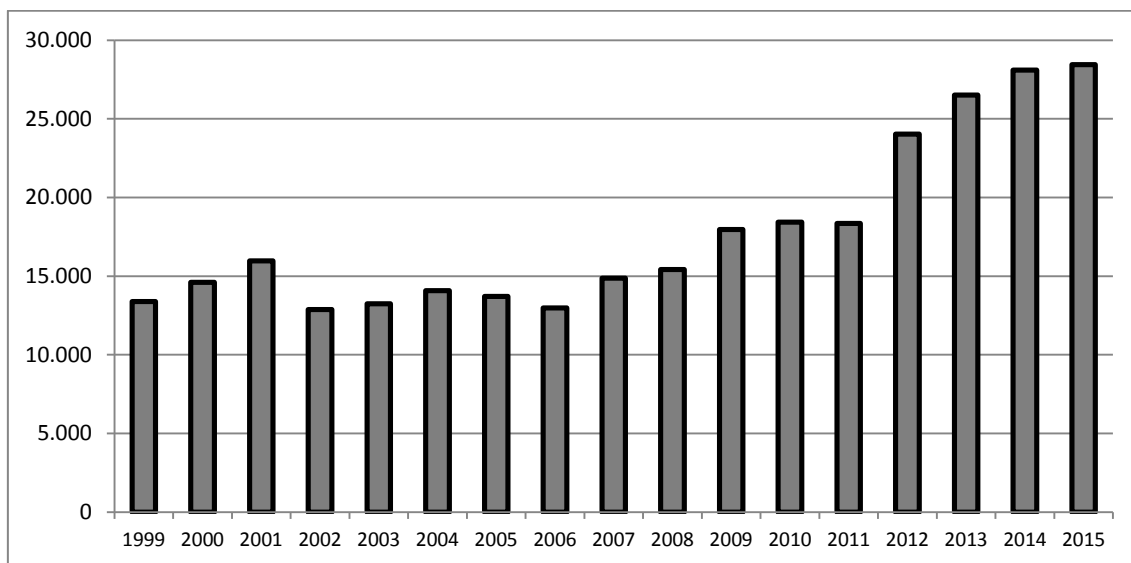
Lo mismo ocurre si el indicador se reduce; ¿corresponde a mayor eficiencia económica del país en el uso de sus recursos o por el contrario a reducciones en el gasto público o menores inversiones? Por tanto debería combinarse, para una correcta comprensión de una realidad específica, la dimensión cuantitativa (indicadores) con la cualitativa (el por qué).

Estadísticas

El BCU es el organismo que compila, procesa y presenta la información respecto a la deuda externa de nuestro país.²⁷

A continuación se presentan algunos gráficos que resumen la trayectoria de los últimos años de la deuda externa de nuestro país.

Gráfico 2: deuda externa bruta total para Uruguay (en millones de dólares).



Fuente: elaboración propia a partir de datos del BCU.

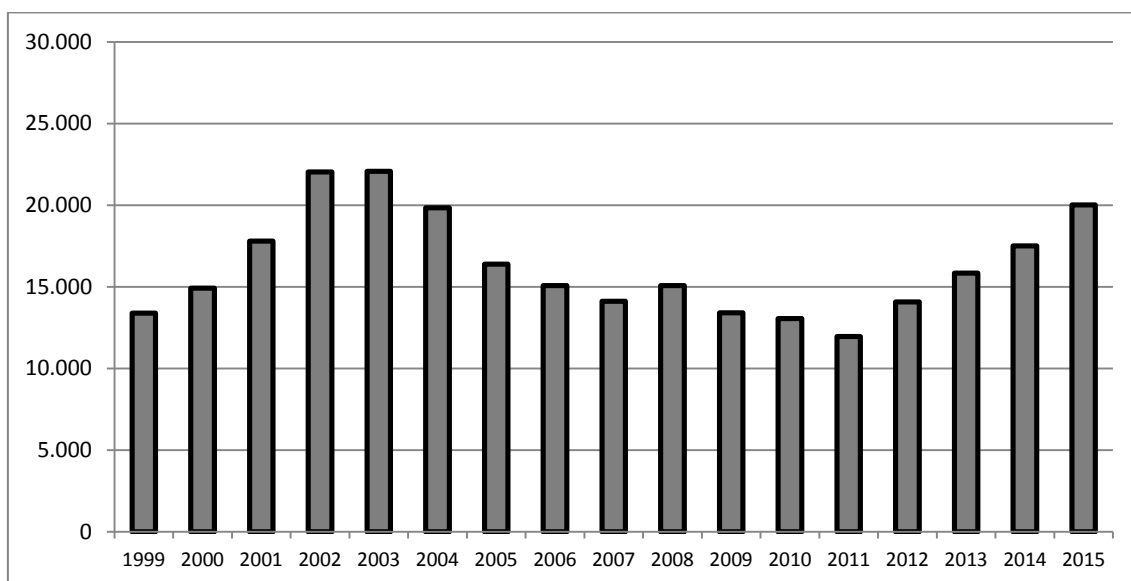
Como se observa en el gráfico 2, el endeudamiento externo bruto corriente de nuestro país ha crecido casi todos los años desde 2006. Esta trayectoria queda relativizada si comparamos la deuda externa bruta con el PBI en el gráfico 4, donde desde 2006 a 2011 se observa una baja del indicador y a partir de ese año hasta 2015 un leve repunte, que no logra neutralizar la baja conseguida precedentemente.

En el mismo sentido, si analizamos la deuda externa bruta de nuestro país en dólares constantes de 1999,²⁸ el stock hacia 2015 es de 20.007 millones de dólares, cifra menor a los 28.450 millones de deuda externa bruta corriente para el mismo año; el crecimiento real ha sido positivo pero menos pronunciado que el crecimiento en valores corrientes.

²⁷ <http://www.bcu.gub.uy/Estadisticas-e-Indicadores/Paginas/Deuda-Externa.aspx>

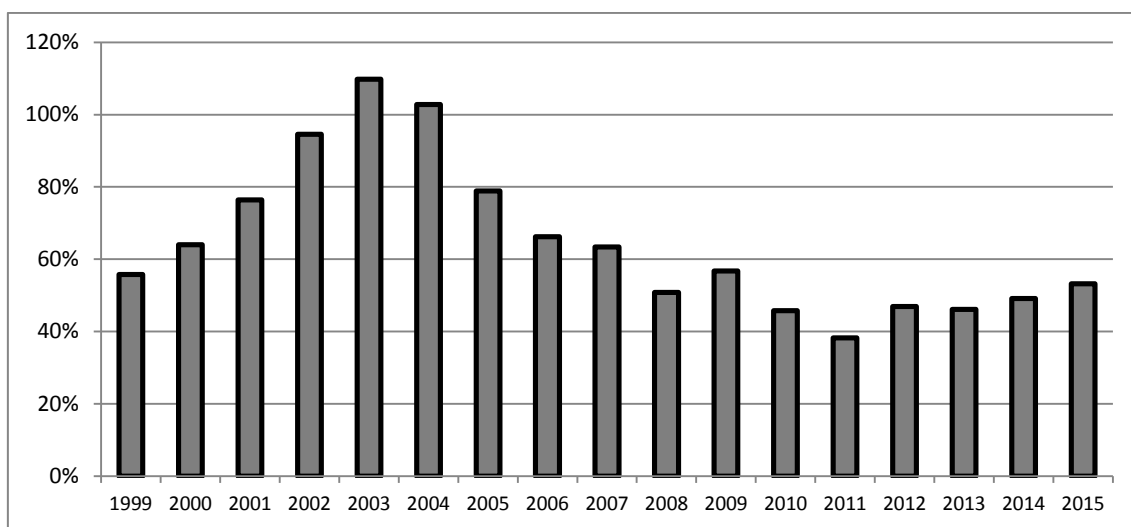
²⁸ La deuda externa bruta corriente en dólares se deflactó por la inflación en dólares anual en nuestro país.

Gráfico 3: deuda externa bruta total para Uruguay (en millones de dólares contantes de 1999).



Fuente: elaboración propia a partir de datos del BCU.

Gráfico 4: deuda externa bruta total para Uruguay como proporción del PBI.



Fuente: elaboración propia a partir de datos del BCU.

El indicador anterior también muestra lo importante que es la administración del endeudamiento externo; en los últimos años, la deuda externa bruta creció pero a menor ritmo que el PBI, generando una mayor capacidad potencial de pago, reflejada en la disminución del indicador en los últimos 12 años.

La Unidad de Gestión de Deuda el Ministerio de Economía y Finanzas ofrece la posibilidad de simular la trayectoria futura del indicador, bajo determinados supuestos que debe proporcionar el usuario.²⁹

²⁹ <http://deuda.mef.gub.uy/11240/14/areas/analisis-de-sostenibilidad-de-la-deuda.html>

Para ubicar el desempeño de nuestro país en el contexto latinoamericano, se han seleccionado algunos países y los valores que toma el indicador en los últimos 5 años.

Cuadro 3: deuda externa total como porcentaje del PBI (en porcentaje).

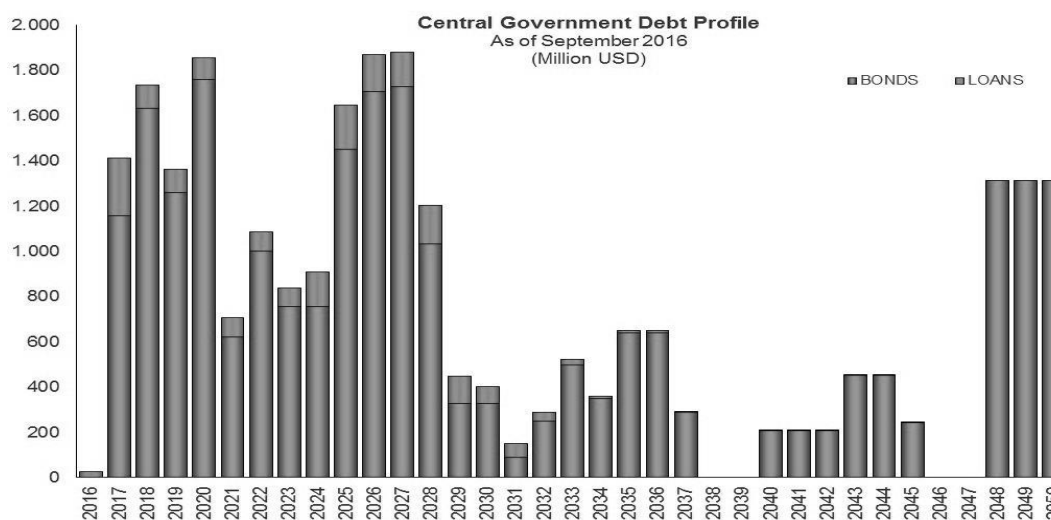
País	2011	2012	2013	2014	2015
Chile	39.6	45.4	48.6	57.8	64.6
Uruguay	38.2	46.9	46.1	49.1	53.2
Costa Rica	26.7	33.1	39.5	43.2	44.1
Colombia	22.5	21.3	24.2	26.8	37.9
Perú	27.9	30.8	30.2	32.1	36.1
México	17.9	19.1	20.6	22.1	25.9
Argentina	27.4	25.1	23.1	25.5	24.1
Paraguay	15.8	18.6	16.5	19.8	24.0
Brasil	11.4	13.3	12.7	14.6	18.9
<i>América Latina</i>	<i>19.0</i>	<i>20.7</i>	<i>21.2</i>	<i>22.9</i>	<i>23.8</i>

Fuente: Cepalstat.

Los datos del cuadro 3 están ordenados según el valor del estadístico en el año 2015. Nuestro país muestra valores altos para la región, bastante por encima de la mayoría de los países y por ende del promedio regional.

Respecto a los vencimientos de bonos (bonds) y préstamos (loans) para el gobierno central, en el gráfico 5 se muestra la distribución de los mismos. Se distingue el mayor peso de los bonos, también su mayor horizonte temporal y, al día de hoy, ambos pasivos sumados no superan los dos mil millones de dólares anuales.

Gráfico 5: calendario de amortizaciones de los títulos uruguayos del Gobierno Central (en dólares corrientes).

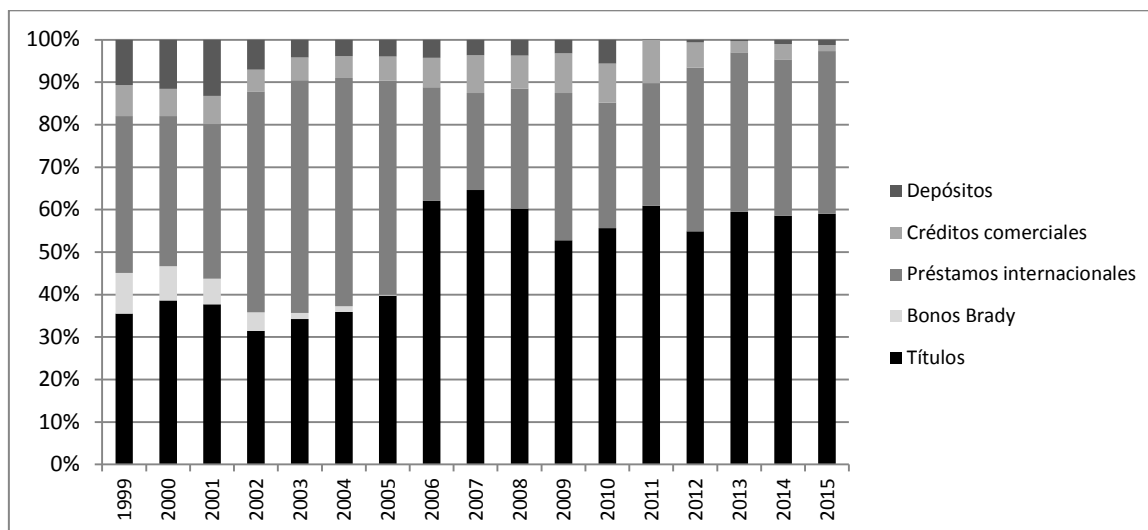


Fuente: Unidad de Gestión de Deuda, MEF.³⁰

³⁰ <http://deuda.mef.gub.uy/11241/14/areas/calendario-de-vencimientos-del-gobierno-central.html>

En el gráfico 6 se observa la composición de la deuda externa de nuestro país según instrumento de endeudamiento utilizado.

Gráfico 6: composición de la deuda externa bruta total de Uruguay según instrumento.



Fuente: elaboración propia a partir de datos del BCU.

Nuestro país ha cambiado el perfil de su deuda externa según esta variable. Se observa una mayor participación de los títulos de deuda, pasando de un entorno de 35% del total antes de 2005 a un promedio que ronda el 60% desde esa fecha.

Los depósitos han perdido participación seguramente en detrimento de los títulos de deuda, ya que estos últimos se han mostrado más rentables.

Los bonos Brady dejan de tener participación en 2006, consecuencia del canje de deuda planteado en 2002³¹ y por los vencimientos de las emisiones.^{32 33}

Los préstamos internacionales, básicamente de organismos multilaterales de crédito han mostrado una tendencia a la baja, disminuyendo su participación respecto a los años posteriores a la crisis de 2002. Algunos economistas argumentan que esto es un hecho positivo, ya que el costo financiero de endeudarse con organismos internacionales es más alto y además el país queda condicionado a imposiciones de política impuestas por dichos organismos como contrapartida de los créditos otorgados.³⁴

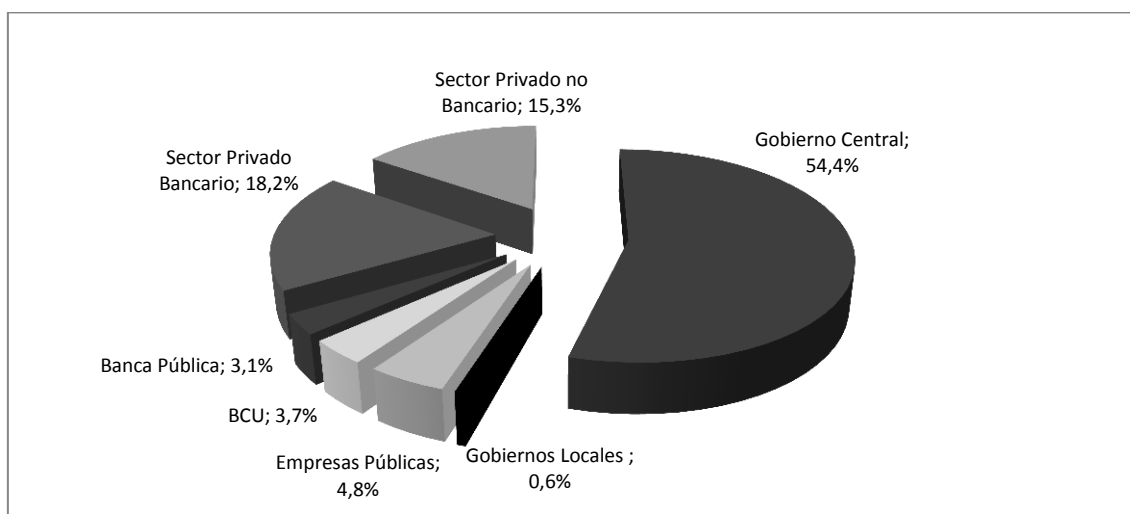
³¹ Véase <http://archivo.presidencia.gub.uy/decretos/2003041101.htm>

³² El plan Brady consistió en el canje con quita de deuda que el país mantenía con bancos privados internacionales por nueva emisión de bonos (Brady) más cancelación de parte de la deuda en efectivo. Para mayor detalle, ver la exposición del Ec. Walter Cancela sobre el tema en <http://www.uruguay.attac.org/deudaext/WCancela.htm>

³³ Para una visión más global, véase Bustillo y Velloso (2012, p. 31).

³⁴ <https://visionuniversitaria.wordpress.com/2009/10/07/daniel-olesker-economista-deuda-externa-uruguay/>

Gráfico 7: composición de la deuda externa bruta total según sector institucional para Uruguay año 2015.

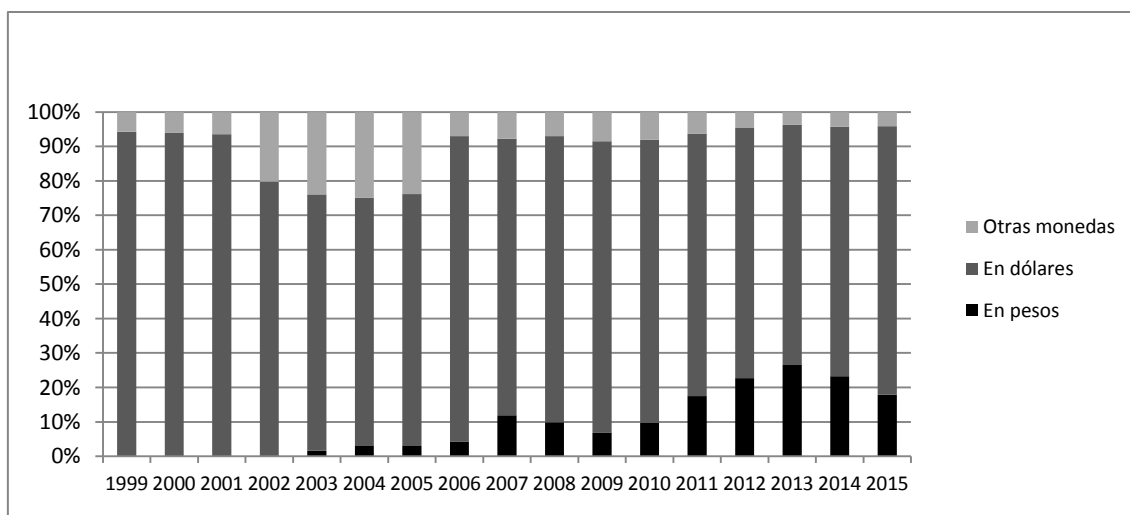


Fuente: elaboración propia a partir de datos del BCU.

En el gráfico 7 se observa que dos tercios del endeudamiento externo bruto de nuestro país corresponden al sector público. Dentro de éste, el gobierno central posee casi el 82% de la misma.

Respecto a la distribución del endeudamiento por monedas, nuestro país tenía un endeudamiento exclusivo en moneda extranjera hasta 2002, principalmente en dólares. A partir de 2003, el endeudamiento en pesos ha ganado terreno, por dos motivos principalmente: como objetivo de política, de forma de disminuir la exposición cambiaria y por otro, debido a la creación en 2002 de la unidad indexada (véase gráfico 8).

Gráfico 8: distribución del endeudamiento externo bruto según monedas para Uruguay año 2015.

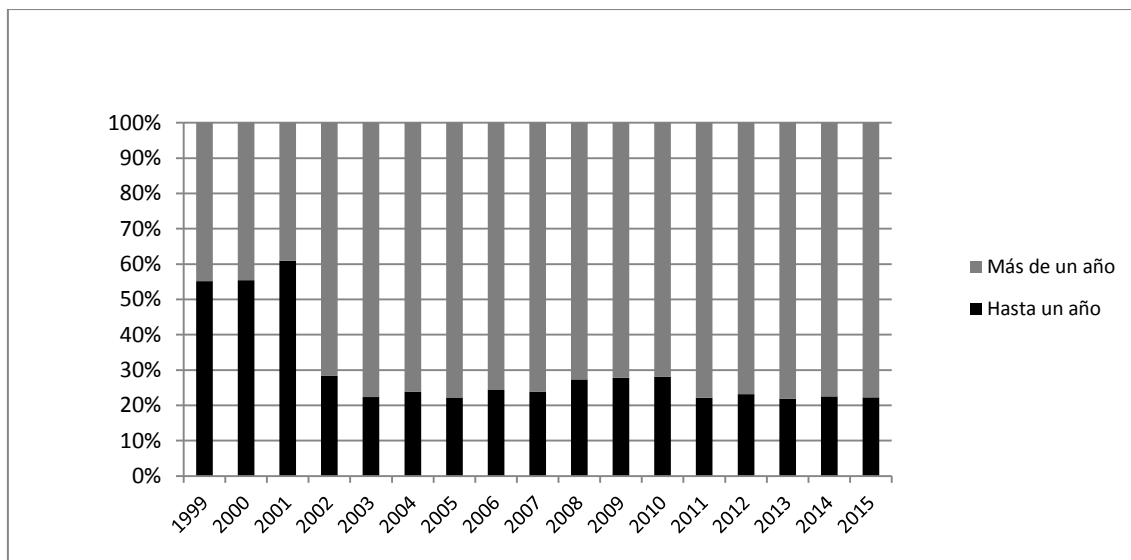


Fuente: elaboración propia a partir de datos del BCU.

Otra característica que ha tenido la deuda externa bruta en nuestro país es la caída en la participación de la deuda de corto plazo (menor a un año). Este es un cambio importante, ya que

disminuye la posibilidad de estrangulamientos por pagos de capital e intereses en el corto plazo y a su vez, dependiendo de los vencimientos, aplanar los mismos, evitando concentración de vencimientos en fechas específicas.

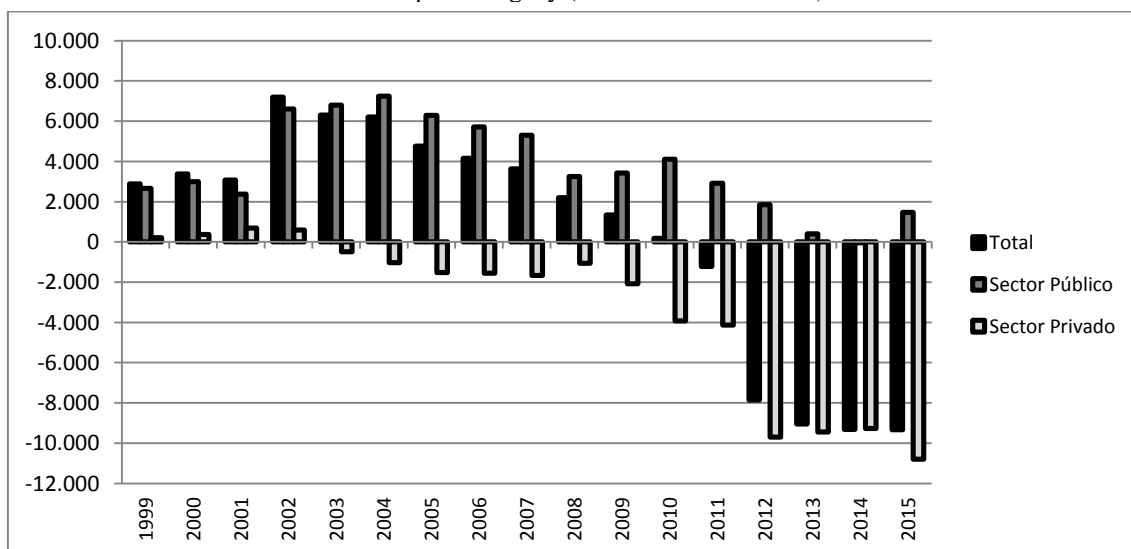
Gráfico 9: distribución del endeudamiento externo bruto según plazo para Uruguay año 2015.



Fuente: elaboración propia a partir de datos del BCU.

En los últimos años los vencimientos de corto plazo pasaron de tener un peso relativo de entre 50 y 60 por ciento a situarse en el entorno del 25%.

Gráfico 10: deuda externa neta total para Uruguay (en millones de dólares).



Fuente: elaboración propia a partir de datos del BCU.

La deuda externa neta ha tenido una evolución positiva (ha decrecido) y ésta ha sido acompañada tanto por el sector público como por el privado. De todos modos, el sector privado es quién explica la mayor parte del saldo positivo de la misma.

Anexo

Se utilizaron en la elaboración del trabajo las siguientes series estadísticas gestionadas por el Banco de Datos, en base a información suministrada por el Banco Central del Uruguay:

Indicador
Deuda externa bruta
Deuda Externa Bruta del Uruguay por deudor
Deuda Externa Bruta del Uruguay por acreedor
Deuda Externa Bruta del Uruguay por instrumento
Deuda Externa Bruta del Uruguay por plazo y moneda
Deuda Externa Bruta del Uruguay por tipo de tasa de interés
Deuda externa neta
Deuda Externa Neta del Uruguay (sector público y privado)
Deuda bruta sector público
Deuda Bruta del Sector Público Global por deudor
Deuda Bruta del Sector Público Global por acreedor
Deuda Bruta del Sector Público Global por instrumento
Deuda Bruta del Sector Público no financiero por plazo, moneda y residencia
Deuda neta sector público
Deuda Neta del Sector Público Global

Nota: series con frecuencia anual y datos actualizados al último disponible.

Estas series pueden ubicarse en la página web del Banco de Datos, dentro del Área de Economía e Historia Económica: <http://cienciassociales.edu.uy/bancosdedatos/seccionesarea-de-informacion-socio-demografica/series-economicas/sector-publico/>

Bibliografía

Banco Central de Colombia (2016). *Deuda externa de Colombia*. Boletín mensual de deuda externa, Montevideo, Uruguay. http://www.banrep.gov.co/sites/default/files/paginas/bdeudax_t_0.pdf

Banco Central del Uruguay (2001). *Endeudamiento público, metodología*. Departamento de Análisis Fiscal, Montevideo, Uruguay. <http://www.bcu.gub.uy/Estadisticas-e-Indicadores/Endeudamiento%20Pblico/resdspg.pdf>

Banco de Datos (2017): *Series de datos del Sector Público*. Actualización permanente de series económicas, Área de Economía e Historia Económica, Banco de Datos, Facultad de Ciencias Sociales, Universidad de la República, Montevideo, Uruguay. <http://cienciassociales.edu.uy/bancosdedatos/seccionesarea-de-informacion-socio-demografica/series-economicas/>

Banco Mundial y Fondo Monetario Internacional (1988). *La deuda externa: definición, cobertura estadística y metodología*. Washington, Estados Unidos. <http://documentos.bancomundial.org/curated/es/146901468149668177/pdf/102780PUB0SPANISH0Box54273B01PUBLIC1.pdf>

Bertino, Magdalena y Bertoni, Reto (2006). *Más de un siglo de deuda pública uruguaya (1870 – 2000)*. Serie documentos de trabajo, DT 4/06, Instituto de Economía, Facultad de Ciencias Económicas y de Administración, UdelaR, Montevideo, Uruguay. http://www.agev.opp.gub.uy/observatorio/public/documentos/un_siglo_deuda_publica_uruguaya_1870_2000_bertino_y_bertoni_2006.pdf

Bustillo, Inés y Velloso, Helvia (2012). *La montaña rusa del financiamiento externo*. Cepal, Naciones Unidas, Santiago de Chile. http://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/35887/S2013400_es.pdf?sequence=1&isAllowed=y

Fondo Monetario Internacional (2016). *El marco de sostenibilidad de la deuda*. Factsheet, Washington, Estados Unidos. <https://www.imf.org/external/np/exr/facts/spa/pdf/jdfs.pdf>

Fondo Monetario Internacional (2013). *Estadísticas de la deuda externa, guía para compiladores y usuarios*. ISBN: 978-1-49839-9494 (edición impresa), Washington, Estados Unidos. <https://www.imf.org/en/~media/A1702EB371AA491BAFF94038078E5C2C.ashx>

Fondo Monetario Internacional (2003). *External Debt Statistics, guide for compilers and users, Part I: Conceptual Framework*. Washington, Estados Unidos. <https://www.imf.org/external/np/sta/ed/guide.htm>

Standard & Poor's (2016). *Definiciones de Calificaciones de S&P Global Ratings*. Nueva York, Estados Unidos. http://www.standardandpoors.com/es_LA/delegate/getPDF?articleId=1708339&type=COMMENTS&subType=RATING%20DEFINITION

Standard & Poor's (2013): *Metodología y supuestos para la evaluación de riesgo país*. Nueva York, Estados Unidos. http://www.standardandpoors.com/es_LA/delegate/getPDF?jsessionid=TzHwlmB2iVXsxbjfcVS6Ct2R502G9vCVCq01IYRB1owIHnDjglh!2064813390?articleId=1782042&type=COMMENTS&subType=CRITERIA

Rial, Isabel y Vicente, Leonardo (2008). *Política Fiscal y Vulnerabilidad Fiscal en Uruguay: 1976-2006*. Documento de trabajo ISSN 1688-7565, Banco Central del Uruguay, Montevideo, Uruguay. <http://www.bcu.gub.uy/Estadisticas-e-Indicadores/Documentos%20de%20Trabajo/5.2008.pdf>

Yaffe, Jaime (2010). *Dictadura y neoliberalismo en Uruguay (1973 – 1985)*. Sistema Nacional de Investigadores, UdelaR. Ponencia remitida para ser presentada en las Séptimas Jornadas de Historia Económica. Asociación Uruguaya de Historia Económica, Montevideo, 3 y 4 de agosto de 2010, Montevideo, Uruguay. <http://www.audhe.org.uy/jornadas/septimas-jornadas/Yaffe-Dictadura-y-neoliberalismo.pdf>

