

## La posición de inversión internacional y sus limitantes como indicador de vulnerabilidad\*

Juan Fernando Izaguirre<sup>†</sup> ‡

[jizaguirre@secmca.org](mailto:jizaguirre@secmca.org)

La Posición de Inversión Internacional (PII) Neta es un indicador que proporciona una visión agregada de la posición externa neta de un país y que, usualmente, se ha utilizado en el análisis de vulnerabilidad externa de los países y el riesgo de crisis. Por lo general, una PII neta altamente negativa se asocia con déficits persistentes en la cuenta corriente. No obstante, la PII neta también puede variar por efecto de los cambios en la valoración de los instrumentos financieros y en el volumen de éstos; por lo que en el análisis se debe considerar la separación de las “otras variaciones de volumen”. Es así como el análisis de vulnerabilidad externa usando la PII se debe complementar con un estudio que revele los descalces y sus efectos a nivel de instrumentos/categorías funcionales, sectores institucionales, plazos y monedas.

### **La posición de activos financieros y pasivos externos (posición de inversión internacional) en la región CARD ha experimentado aumentos en los últimos años.**

La PII Neta es un estado contable que registra la posición financiera neta (activos financieros menos pasivos) de los sectores domésticos de una economía frente al resto del mundo; proporciona una visión agregada de la posición externa neta de un país, y también se usa con frecuencia en análisis e investigaciones económicas, enfocándose en la vulnerabilidad externa de los países y el riesgo de crisis. La cuenta financiera de la balanza de pagos, muestra la adquisición y disposición netas de activos financieros y pasivos, y afectan los saldos de la PII. Asimismo, la cuenta financiera de la balanza de pagos es la contrapartida del saldo de la cuenta corriente (más la cuenta de capital), por lo que generalmente una

\* Esta nota económica se basa en el Estudio Económico de América Latina y el Caribe: “El nuevo contexto financiero mundial: efectos y mecanismos de transmisión”, CEPAL 2019.

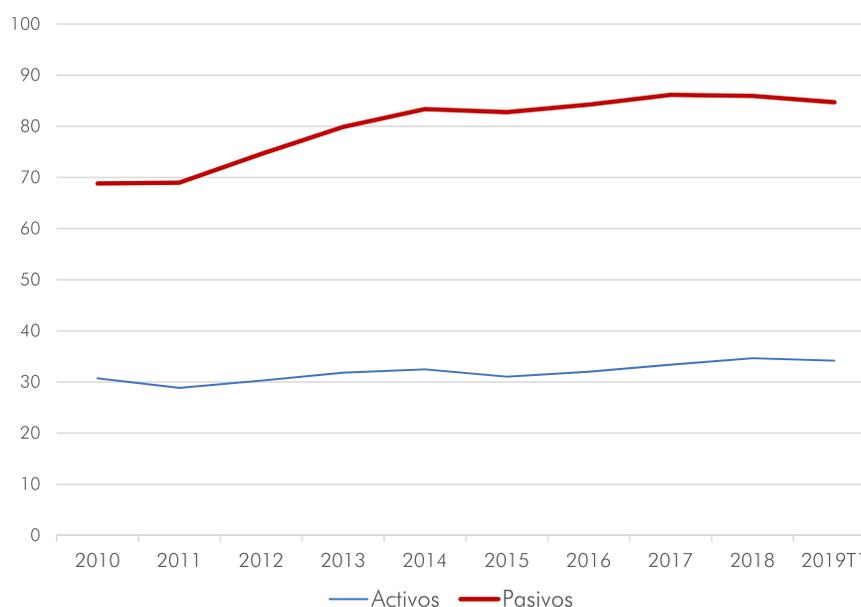
<sup>†</sup> Economista de la Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano (SECMCA). Magister en Administración Pública de la Universidad Columbia de Estados Unidos de América

<sup>‡</sup> EL autor agradece las recomendaciones y comentarios recibidos de Domingo González y Jorge Madrigal, que ayudaron a mejorar este documento. Las opiniones expresadas son las del autor y no necesariamente representan la posición de la SECMCA, ni de los miembros del CMCA.

PII neta altamente negativa se asocia como el resultado de déficits persistentes en la cuenta corriente.

Por otra parte, se ha tendido a asimilar el aumento (activos financieros y pasivos) con mayores niveles de integración financiera. Por lo que, en consonancia con el aumento de los flujos tanto de entrada como de salida de capitales que se ha producido a nivel mundial, también ha aumentado el acervo de pasivos y activos financieros de los países frente al resto del mundo y la región CARD no está ajena a esta integración financiera internacional, y su posición de activos financieros y pasivos externos ha experimentado incrementos en los últimos años (ver Figura 1).

Figura 1 CARD: Activos y Pasivos externos; en porcentaje del PIB



Fuente: Elaboración propia con base en las estadísticas armonizadas del sector externo, SECMCA.

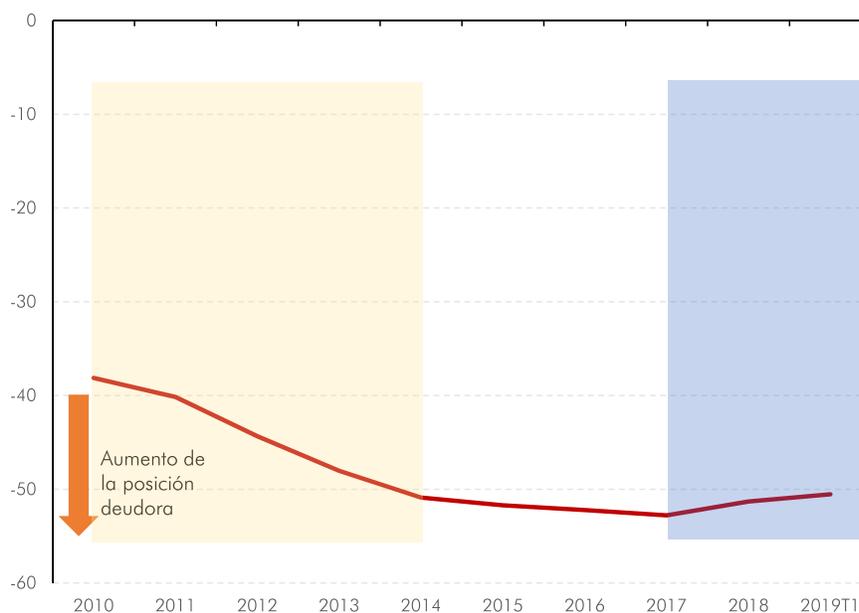
Durante el periodo 2011-2014 se observa un crecimiento acelerado de los pasivos externos de CARD como porcentaje del producto interno bruto (PIB) regional, pasando de 68.8% del PIB a finales de 2010 a 83.4% del PIB al cierre del 2014, un incremento 14.5 puntos porcentuales que coincide con una expansión de la inversión extranjera directa<sup>1</sup> (IED) en la

<sup>1</sup> Categoría de la inversión transfronteriza realizada por un residente en una economía (el inversor directo -tenedor de activos-), con el objetivo de establecer un interés duradero en una empresa (la empresa de inversión directa -tenedor de pasivos-) residente en una economía diferente de la del inversor directo. Está incluye acciones de participación en el capital e instrumentos deuda, es decir, préstamos y créditos comerciales que adquiera la entidad económica propiedad del inversionista directo con empresas del mismo grupo en el exterior.

región. En el subperiodo del 2015 al 2016 se observa un aumento leve en la PII deudora de CARD, mismo que coincide con un período de ralentización de las entradas de IED, mientras que los activos durante los últimos diez años rondan el 32% del PIB regional. Es de resaltar que a finales de 2016 la PII neta de CARD(52% del PIB regional) sobrepasa la media ponderada de América Latina (Latam) de 31% del PIB, la tenencia de activos financieros externos de Latam ascendía al 54% del PIB y la de los pasivos el 85% del PIB de Latam (Comisión Económica para América Latina y el Caribe 2019).

La PII neta, o la diferencia entre activos financieros y de pasivos de una economía frente a no residentes, ha sido históricamente negativa en CARD (ver Gráfico 2). En otras palabras, la región ha tenido una posición deudora neta con el resto del mundo, aunque de diferente magnitud en los distintos subperíodos. Después de un aumento sostenido de la posición deudora neta en relación con el PIB hasta 2017, se produjo una corrección hasta 2019, explicada principalmente por un período de menores necesidades de financiamiento de la cuenta corriente y una acumulación de activos de reservas. En los últimos años (a partir de 2017), se ha comenzado a observar una reducción de la posición deudora neta en relación con el PIB, presentando características heterogéneas entre los países de CARD (Ver Anexo 1).

Figura 2 CARD: Posición de Inversión Neta; en porcentaje del PIB



Fuente: Elaboración propia con base en las estadísticas armonizadas del sector externo, SECMCA.

## La PII neta también se ve afectada por los cambios de valuación y los otros cambios en el volumen de los instrumentos que la componen

La variación de la PII neta entre un período y el siguiente está estrechamente vinculada al saldo de la cuenta financiera de la balanza de pagos, ya que ésta refleja las transacciones (flujos) de activos y pasivos financieros de un país. No obstante, la posición de inversión internacional neta no solo varía por efecto de las transacciones de la cuenta financiera; si no también se ve afectada por cambios en la valoración de los activos financieros y pasivos en cada período. Los componentes de los activos financieros y pasivos externos —inversión directa, inversión de cartera, derivados financieros, otra inversión o activos de reservas— se ven afectados por los cambios de precio y a variaciones del tipo de cambio nominal, dependiendo de la moneda en que se hayan contraído. También, existen cambios en el volumen, debidos a cancelaciones (por reconocimiento de imposibilidad de recuperación de fondos), reclasificaciones sin que se produzca transacción y por cambios de residencia de los emisores o tenedores, entre otras razones. Por lo tanto, la variación de la PII neta entre un período y el anterior puede expresarse como la suma del saldo neto en la cuenta financiera (CF) (transacciones) más dichos efectos (precio y volumen) de otras variaciones (OV), y éstos pueden ser positivos o negativos (1).

$$PIIN_t - PIIN_{t-1} = CF_t + OV_t \quad (1)$$

En algunos casos, también puede ser conviene expresar la variación de la PII neta como el saldo en la cuenta corriente de la balanza de pagos (en los casos que las transacciones de la cuenta capital no son significativas), ya que esta es el espejo de la cuenta financiera <sup>2</sup>. Entonces, la expresión (1) es equivalente a la expresión (2).

$$PIIN_t - PIIN_{t-1} = CC_t + OV_t \quad (2)$$

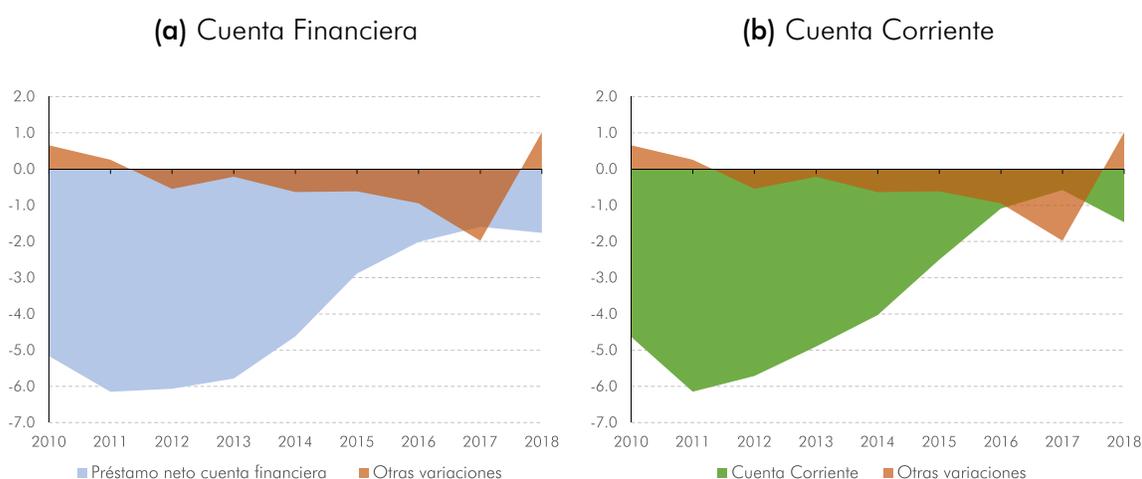
Lo anterior está asociado con que los déficits persistentes en cuenta corriente a través del tiempo inciden en una PII neta deudora. Por lo tanto, la forma más directa de revertir una PII neta muy deudora es mediante la obtención de superávits en cuenta corriente. Sin embargo, los efectos de valoración han venido cobrando cada vez más relevancia para explicar las variaciones de la PII neta, y es más notorio en economías altamente integradas a los mercados financieros y de capitales internacionales. Incluso en la literatura se habla de dos canales de ajuste externo: el comercial y el de valoración (Gourinchas, Pierre-Olivier; Rey,

<sup>2</sup>La suma de saldos de las cuentas corriente y de capital representa el préstamo neto (superávit) o endeudamiento neto (déficit) de la economía frente al resto del mundo. Conceptualmente, esto equivale al saldo neto de la cuenta financiera. Párrafo 2.18 del MBP6.

Hélène 2013). El incremento de las posiciones en activos financieros y pasivos transfronterizos han logrado que movimientos de los tipos de cambio y de precios de los activos puedan traducirse en ganancias o pérdidas de capital relevantes en algunos países.

En el caso de CARD se observa que el efecto de la cuenta de otras variaciones no ha sido tan importante como los saldos en la cuenta corriente o en la cuenta financiera para explicar los movimientos de la PII neta entre un período y el siguiente (ver Figura 3).

Figura 3 CARD: Saldo en cuenta corriente, cuenta financiera y cuenta de otras variaciones (en porcentaje del PIB)



Fuente: Elaboración propia con base en las estadísticas armonizadas del sector externo, SECMCA.

**La PII neta per se no es un indicador suficiente para evaluar la vulnerabilidad externa por lo debe complementarse con un análisis en términos de instrumentos/categorías funcionales, sectores institucionales, plazos y monedas.**

La PII neta ha tendido a utilizarse como un indicador del grado de vulnerabilidad externa de las economías. Por ejemplo, la Comisión Europea incluye la PII neta como uno de los indicadores macroeconómicos para la vigilancia de desequilibrios macroeconómicos (European Commission 2012).

Una PII neta muy deudora, en general, implica una carga significativa de refinanciamiento, y puede aumentar el grado de vulnerabilidad ante problemas de acceso al financiamiento externo. Pero existen ejemplos que demuestran que una PII neta marcadamente deudora no es signo de vulnerabilidad inminente y que una PII neta acreedora tampoco es sinónimo de fortaleza financiera ni condición suficiente para alcanzarla, como fue el caso de Argentina, que en diciembre de 2017 presentaba una PII neta acreedora frente al resto del mundo

del 3% de su PIB. Sin embargo, el país experimentó, cuatro meses después, una corrida cambiaria que determinó la necesidad de recurrir al apoyo financiero del Fondo Monetario Internacional (Comisión Económica para América Latina y el Caribe [2019](#)).

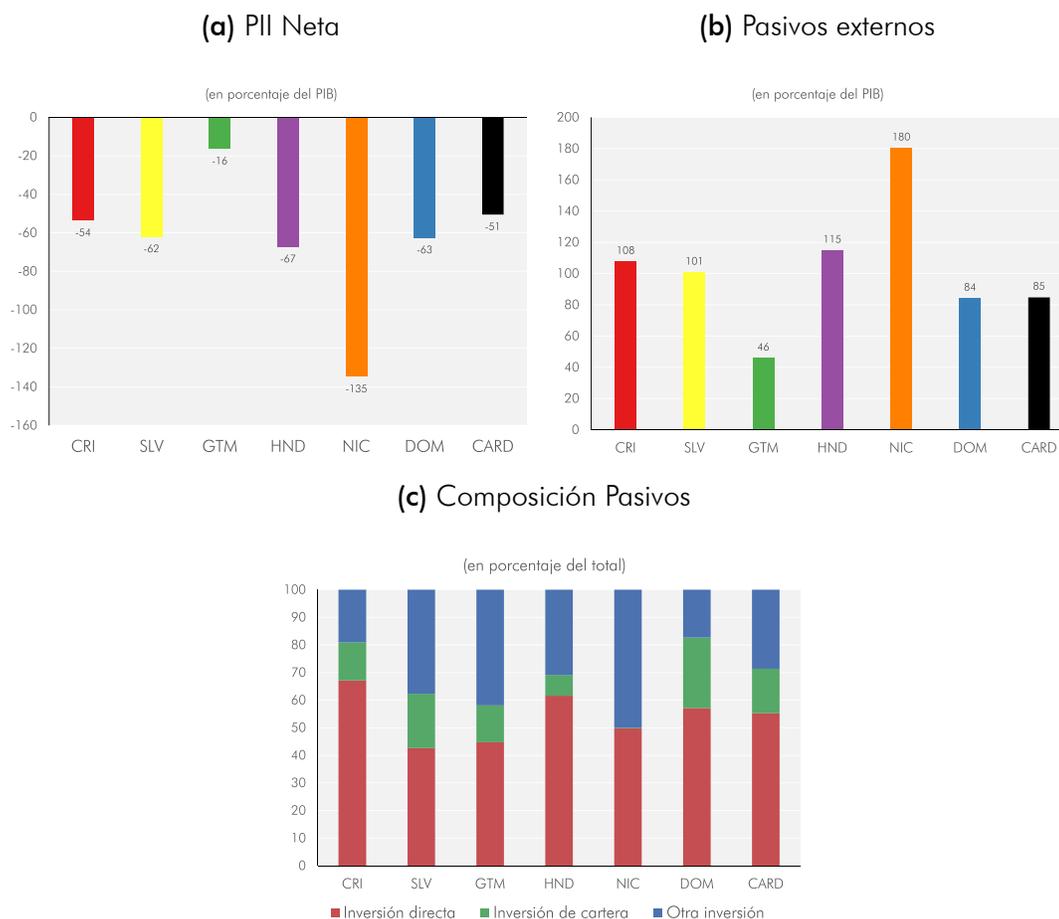
Por lo tanto, un análisis de vulnerabilidad externa debe incluir, además del nivel de la PII neta, una revisión de las posiciones brutas y, en particular, de la composición de los activos y pasivos en términos de instrumentos, sectores institucionales, monedas y de los países contrapartes. La composición en términos de categorías funcionales es relevante, porque no es igual de vulnerable la situación de un país en que una PII neta muy deudora presenta una estructura con un gran peso de pasivos de la inversión directa, como lo es para los países centroamericanos (ver figura 4), frente a economías con un peso preponderante hacia la inversión de cartera y otra inversión (como en el caso argentino en 2017) ([ibíd.](#)).

En CARD, la composición de la PII por **categoría funcional** se ha mantenido estable a lo largo de los últimos años (2010-2018). En el caso de los pasivos, se observa que la mayor parte del financiamiento proviene de las posiciones en inversión extranjera directa (IED), representando aproximadamente el 52% del total de los pasivos frente al exterior. La otra mitad está repartida entre la otra inversión (35%) e inversión de cartera (13%). Sin embargo, debido a que la IED ha mostrado un mayor dinamismo a partir del año 2014, la posición de la inversión directa alcanzó el 51% del total de pasivos externos a finales de ese año, y pasó a representar el 55% de la posición total de pasivos a finales de 2018.

Por su parte, los pasivos en inversión de cartera también ganaron importancia con el tiempo, pues pasaron de representar un 8% del total de pasivos externos en el 2010 hasta el 16% en el 2018. Esta recomposición hacia tipos de pasivos más estables fue en detrimento de las posiciones de otra inversión (donde sobresalen los préstamos) la cual pasó de 35% en 2010 a 26% a finales de 2018. En el caso de los activos, la evolución experimentada fue similar; aumentó el peso de la inversión directa, que pasó del 8% en 2010 al 12% en 2018, y se redujo el peso de los depósitos transfronterizos, de 35% en 2010 a 20% de la posición total de activos financieros de 2018. Por su parte, la tenencia de activos de reserva se mantuvo alrededor del 40% durante el periodo 2010-2018 (ver Figura 5).

De acuerdo con los datos antes descritos se puede concluir que la IED es el rubro con mayor peso en los pasivos en CARD, una participación que ha aumentado con el tiempo, lo que concede un mayor grado de estabilidad a su financiamiento. En cuanto al resto de componentes, la inversión de cartera ha cobrado una mayor importancia, en detrimento de la otra inversión (préstamos).

Figura 4 CARD: PII Neta, Pasivos externos y composición de los pasivos, al primer trimestre de 2019

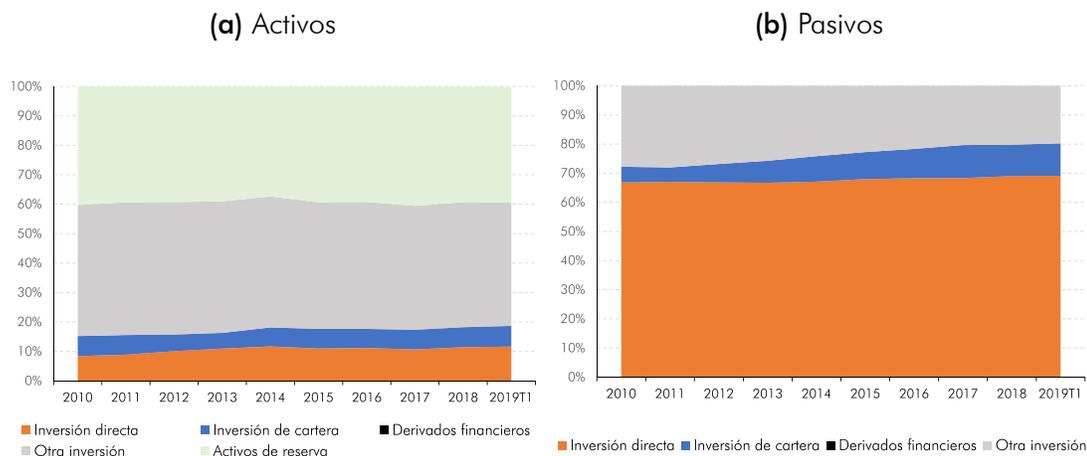


Fuente: Elaboración propia con base en las estadísticas armonizadas del sector externo, SECMCA.

Un análisis de la composición de la PII por **sectores institucionales**<sup>3</sup> también es importante, dado que podrían existir desequilibrios entre activos y pasivos en los distintos sectores de una economía que no son visibles en el resultado consolidado (PII Neta) al compensarse posiciones opuestas entre ellos. En el caso de CARD, se observa que los activos externos de los gobiernos generales y de las otras sociedades de depósitos pesan relativamente poco en el total, ya que se encuentran principalmente en manos de los bancos centrales y de los "otros sectores". Sin embargo, en lo que respecta a los pasivos, son los gobiernos generales y los otros sectores los que concentran la mayor parte de los pasivos, y en menor medida los otras sociedades de depósitos y los bancos centrales. En resumen, se observan desequilibrios entre sectores (ver Figura 6).

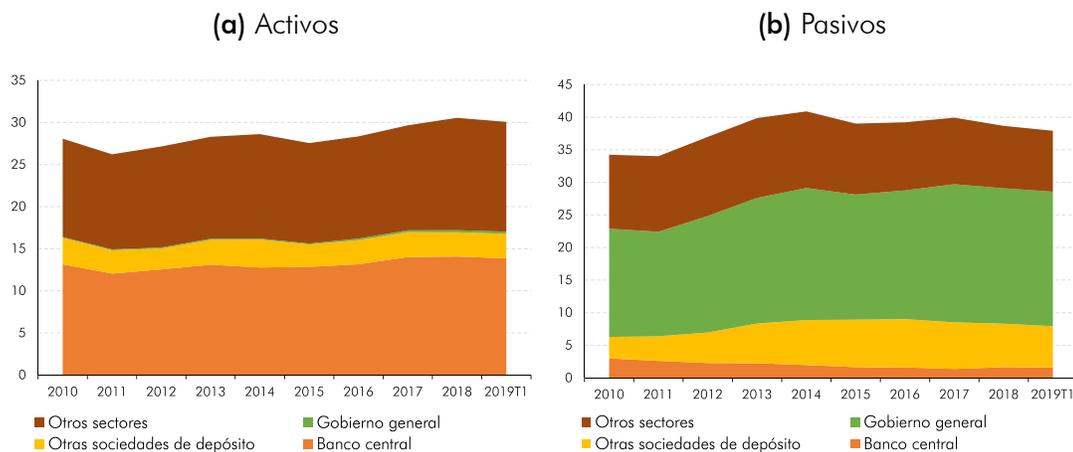
<sup>3</sup>Se excluyen las posiciones de inversión extranjera directa dado que no se publican datos de sectores institucionales para esta categoría funcional.

Figura 5 CARD: Composición de la PII según categoría funcional, en porcentajes



Fuente: Elaboración propia con base en las estadísticas armonizadas del sector externo, SECMCA.

Figura 6 CARD: Composición de la PII según Sector Institucional; en porcentajes del PIB



Fuente: Elaboración propia con base en las estadísticas armonizadas del sector externo, SECMCA.

Por otro lado, se puede usar un índice de Grubel y Lloyd (IGL) para medir grado de desequilibrio entre sectores. Este índice fue desarrollado para el análisis del comercio intraindustrial, pero su aplicación resulta útil en el contexto de la PII, ya que proporciona una medida que resume el grado de desajuste entre los activos y los pasivos externos de cada sector (Comisión Económica para América Latina y el Caribe 2019).

El índice se calcula de la siguiente manera:

$$GL = \frac{(A + P) - |A - P|}{(A + P)} \quad (3)$$

donde  $A$  representa los activos externos y  $P$  representa los pasivos externos de la economía o de cada sector.

El IGL varía entre 0 y 1. Un valor cercano a 1 implica que los activos y los pasivos son de una magnitud similar (y, por ende, están equilibrados), mientras que un valor cercano a 0 implica que los activos y los pasivos son de magnitudes muy distintas.

Al analizar la posición de inversión internacional neta de CARD a finales del primer trimestre de 2019, a nivel sectorial se puede observar que en algunos de ellos existen desequilibrios entre activos y pasivos. Por ejemplo, el sector público es deudor neto con respecto al resto del mundo (20% del PIB), mientras que los bancos centrales son grandes acreedores netos (12% del PIB). El IGL ilustra este hecho, ya que en 2019T1, alcanzaba un valor cercano a 0.57 para el total de la PII; mientras que el valor para el sector público era de solo 0.02, y de un 0.21 para los bancos centrales (ver cuadro 1).

Cuadro 1 CARD: Índice de Grubel y Lloyd (IGL), 2010 y 2019T1

	2010						2019T1					
	PII	PII sin IED	Sectorios Institucionales*				PII	PII sin IED	Sectorios Institucionales*			
			BC	OSD	GG	OS			BC	OSD	GG	OS
Costa Rica	0.73	0.82	0.15	0.92	-	0.87	0.67	0.92	0.25	0.47	0.10	0.59
El Salvador	0.59	0.79	0.26	0.58	0.03	0.90	0.56	0.73	0.29	0.74	0.03	0.96
Guatemala	0.81	0.98	0.10	0.71	-	0.86	0.78	0.95	0.04	0.71	-	0.99
Honduras	0.66	0.98	0.21	1.00	0.08	0.93	0.59	0.87	0.09	0.54	0.05	0.86
Nicaragua	0.47	0.65	0.94	0.73	-	0.52	0.40	0.61	0.90	0.92	-	0.64
Rep. Dominicana	0.44	0.71	0.58	0.89	-	0.65	0.41	0.72	0.13	0.60	-	0.65
CARD	0.62	0.90	0.37	0.98	0.01	0.99	0.57	0.88	0.21	0.63	0.02	0.84

Fuente: Elaboración propia con base en las estadísticas armonizadas del sector externo, SECMCA.

\*No incluye Inversión Extranjera Directa.

En la Tabla 1, se presenta el valor del IGL para la PII neta de los países de CARD para el cierre del año 2010 y el primer trimestre de 2019, tanto en total como por sectores institucionales. En este último caso, se excluyeron los activos y pasivos de la inversión extranjera directa, dado que para estos no se cuenta con detalle sectorial. El análisis de la composición por moneda también resultaría útil para evaluar el efecto de los movimientos del tipo de cambio sobre la PII neta, ya que los efectos producidos, ganancia o pérdida, podrían ser relevantes.

Finalmente, un análisis de la PII centrado en la distribución geográfica de las contrapartes puede ser de utilidad para detectar exposiciones significativas a ciertos países y/o regiones,

dejando en evidencia su grado de dependencia. Aunque, en general, los países de CARD no publican la información de su PII con el desglose de la contraparte a nivel bilateral, la información puede estimarse, para algunos instrumentos, de las bases de datos internacionales, por ejemplo, del Banco de Pagos Internacionales (BIS por sus siglas en inglés), para conocer los países de origen y destino de los préstamos bancarios transfronterizos. También, es posible conocer el país de origen de la IED y de la inversión de cartera por medio de las bases de datos del FMI; no obstante, estos repositorios no cubren a todos los países o regiones.

## Reflexiones

- La PII Neta es un estado estadístico que proporciona una visión agregada de la posición externa neta de un país y que, usualmente, se usa para análisis de vulnerabilidad externa de los países y el riesgo de crisis. Por lo general, la PII neta altamente negativa se asocia como el resultado de déficits persistentes en la cuenta corriente.
- La PII neta no solo varía por efecto de las transacciones de la cuenta financiera, también se ve afectada por cambios en la valoración de los activos financieros y pasivos en cada período. También, existen cambios en el volumen, debidos a cancelaciones (por reconocimiento de imposibilidad de recuperación de fondos), reclasificaciones sin que se produzca transacción y por cambios de residencia de los emisores o tenedores. Por lo tanto, en el análisis se debe considerar la separación de las “otras variaciones por volumen” de la cuenta de otras variaciones en los activos financieros y pasivos del Estado Integrado de la Posición de Inversión Internacional, que suelen ser movimientos importantes en la práctica.
- La PII neta per se no es un indicador suficiente para evaluar la vulnerabilidad externa por lo debe complementarse con un análisis en términos de instrumentos/categorías funcionales, sectores institucionales, plazos y monedas; además el análisis de la PII se debe de completarse con el comportamiento de la cuenta financiera de la balanza de pagos. No obstante, en la actualidad existe limitación de la información en cuanto a plazos, monedas y países contraparte.
- Los errores y omisiones, es una variable que se debe considerar a la hora de usar la balanza de pagos y la PII Neta como indicadores de vulnerabilidad externa, dado que una cifra muy elevada o volátil incide en la interpretación de los resultados.
- Por último, este tipo de análisis se puede complementar con otras herramientas como el “Balance Sheet Approach?” desarrollado por el Fondo Monetario Internacional.

## Referencias

Comisión Económica para América Latina y el Caribe (2019). *Hacia un nuevo enfoque para analizar las vulnerabilidades potenciales que enfrenta América Latina y el Caribe en el nuevo ciclo financiero*.

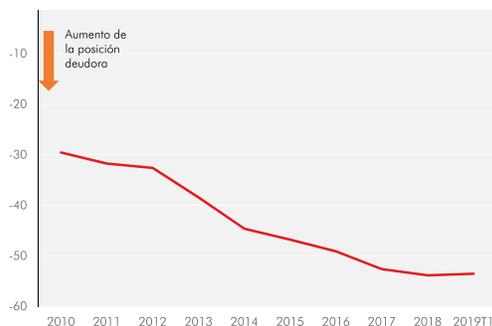
European Commission (2012). *Scoreboard for the surveillance of macroeconomic imbalances*.

Fondo Monetario Internacional (2009). *Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional (MBP6)*.

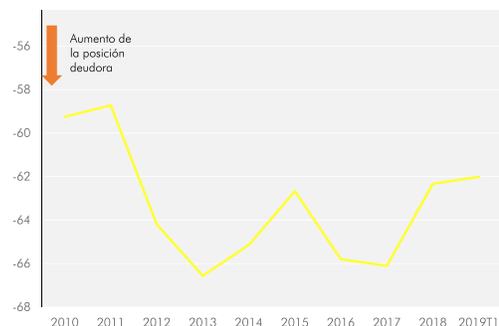
Gourinchas, Pierre-Olivier; Rey, Hélène (2013). *External adjustment, Global imbalances and valuations effects*.

## Anexos

### A Posición de Inversión Internacional neta



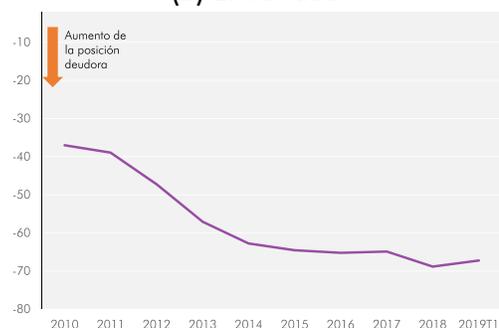
(a) Costa Rica



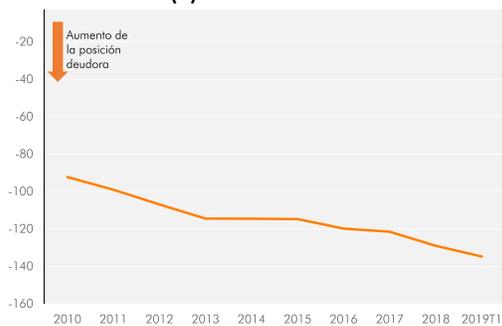
(b) El Salvador



(c) Guatemala



(d) Honduras



(e) Nicaragua



(f) República Dominicana

Fuente: Elaboración propia con base en las estadísticas armonizadas del sector externo, SECMCA.