

## Elección de moneda en la emisión de deuda internacional<sup>1</sup>

*La emisión de deuda internacional denominada en una moneda fuerte es significativamente superior a la de monedas débiles. En la composición de divisas también influyen los diferenciales de tipos de interés (la emisión es mayor en monedas de alto rendimiento) así como el volumen de emisión en el país de origen. Los resultados del estudio señalan en conjunto que tanto las preferencias del emisor como las del inversionista determinan la moneda en la que se emite la renta fija internacional.*

*Clasificación JEL: G110, G150, G320.*

El mercado de títulos de deuda internacionales<sup>2</sup> agrupa a prestatarios y prestamistas con perfiles y preferencias de riesgo bien distintos. En este artículo monográfico se investigan los factores que determinan la moneda en la que se emite la deuda internacional. En concreto, se examina la proporción que representa la emisión agregada de bonos y pagarés internacionales denominados en determinadas monedas y se calcula cómo influye en dichas proporciones una serie de factores plausibles. El mercado internacional es ideal para estudiar la elección de divisas en las emisiones, puesto que los prestatarios suelen ser bastante conocidos fuera de sus fronteras y los inversionistas suelen estar comparativamente bien informados, de modo que la información asimétrica sobre la calidad crediticia es relativamente escasa.

El principal hallazgo es que la emisión en una determinada moneda es mayor cuanto más alto sea su valor con respecto a sus promedios históricos y cuanto más elevados sean sus tipos de interés en relación a los de otras importantes divisas. Lo mismo ocurre cuando se tiene en cuenta la demanda

---

<sup>1</sup> Quisiera agradecer los comentarios de Claudio Borio, Frank Packer, Bob McCauley, Jacob Gyntelberg y Már Gudmundsson, así como la excelente labor de investigación llevada a cabo por Jhuvesh Sobrun, quienes quedan eximidos de toda responsabilidad en caso de hallarse errores en este artículo. Las opiniones expresadas en este artículo son las de su autor y no reflejan necesariamente las del BPI.

<sup>2</sup> Por "títulos de deuda internacionales" se entienden valores de renta fija denominados en cualquier moneda y emitidos fuera del mercado del que proviene el prestatario, o bien aquellos emitidos en el mercado nacional pero que están denominados en divisas o están destinados a inversionistas extranjeros. Véase BPI (2003) para saber más al respecto.

de fondos invertibles en la divisa en cuestión (como se infiere del crecimiento de la inversión) o el nivel de emisión en el país de origen. Parece que las preferencias de los inversionistas son tan determinantes como las de los emisores a la hora de decidir los plazos y condiciones de las emisiones de bonos internacionales.

En la primera sección se analizan posibles determinantes de la composición de divisas en las emisiones de deuda internacional y se repasan estudios anteriores sobre este asunto. En la segunda, se presentan las tendencias generales observadas en la participación de las divisas y se examina cómo un sencillo modelo estadístico puede explicar estas tendencias al asociar dichas proporciones con el nivel de los tipos de cambio, con los diferenciales de los tipos de interés y con otros factores. En la conclusión, se hace un resumen de los resultados obtenidos y se avanzan algunas interpretaciones.