

Algunas consideraciones sobre el riesgo país

Índice

1. Introducción
2. Planteamiento del problema
3. Marco Metodológico
4. Marco Teórico
5. Conclusiones
6. Anexos
7. Bibliografía

1. Introducción

El propósito de este ensayo es comentar sobre los orígenes de nuestro enfoque del Riesgo País, examinar su relación con otras investigaciones y desarrollar algunas aplicaciones de interés tradicional. Inicialmente presentamos el Planteamiento del Problema y el Marco de Referencia donde se elabora una síntesis de los estudios anteriores en la materia y sobre el impacto macroeconómico del Riesgo País. Se profundiza sobre la razón explicativa de la prima de Riesgo País, y sobre la importancia de la relación entre la prima y el endeudamiento externo; la aversión al riesgo en la formación de la prima. Posteriormente realizamos el desarrollo del tema comenzando por una definición sobre la naturaleza del Riesgo País y un análisis de los principales factores que determinan el Riesgo País, incorporando también, los elementos cualitativos presentes en su estimación, así como las diversas limitaciones que involucra su medición. Para ello, se explican las diferentes aproximaciones conocidas para tratar de cuantificarlo e interpretarlo. Asimismo, se realiza un análisis comparativo de la evolución del Riesgo País de Venezuela en relación con otros países latinoamericanos y cerramos con algunas aplicaciones del enfoque.

Finalmente, se plantean algunas conclusiones, vinculando el Riesgo País con las preferencias de los inversionistas internacionales, que representan un importante papel en la captación de recursos externos, particularmente para los países emergentes como el nuestro.

2. Planteamiento del problema

EL concepto de Riesgo País está asociado a la probabilidad de incumplimiento en el pago de la deuda pública de un país, expresado como una prima de riesgo. En la determinación de esta prima de riesgo influyen factores económicos, financieros y políticos que pueden afectar la capacidad de pago de un país. Algunos de ellos son de difícil medición, y de allí que se empleen diferentes metodologías que intentan cuantificar dicha prima.

El análisis de Riesgo País requiere un amplio y comprensivo conocimiento de la economía internacional y de la macroeconomía, así como de las instituciones sociopolíticas y de la historia del país objeto de estudio (Meldrum, 1999). Con el fin de identificar el impacto de los cambios de estos factores o la frecuencia e intensidad de los choques económicos, todo lo cual no puede ser predecible únicamente mediante el análisis de la data del país. La forma utilizada, de manera generalizada y más frecuente, para expresar cuantitativamente la prima de riesgo, es la determinada mediante el exceso de rendimiento de los títulos soberanos en relación con un instrumento libre de riesgo, de características similares en plazo y denominación. Se considera al título emitido por el Tesoro estadounidense como el instrumento libre de riesgo, por excelencia.

Objetivos

Este trabajo es realizado con el fin de profundizar lo que es el Riesgo País y sus consecuencias, en particular para nuestro país Venezuela, ya que los intentos por construir modelos matemáticos que permitan de una manera fáctica y precisa determinar la prima de riesgo de un país, no han sido validados, exitosamente, por la realidad. En este sentido, las experiencias de los inversionistas muestran que tales modelos presentan resultados insuficientes. A la par de otros mecanismos, los resultados arrojados por estos modelos son complementario para la toma de decisiones, con limitada repercusión en la praxis diaria. Ello porque aún se observa un bajo grado de predicción de estos modelos, debido a la presencia dominante de factores de elusiva medición. De ahí que su uso en el proceso de toma de decisiones y en el cálculo de la prima de riesgo haya perdido terreno. Aunque los modelos permiten un seguimiento de los parámetros domésticos, presentan carencias relacionadas con el manejo de

variables cualitativas, evidenciándose, en particular, en factores exógenos, tales como los que dan lugar a los reconocidos efectos contagio.

Por ello, aunque los modelos son guías útiles, en la práctica, muestran una limitada pertinencia en las decisiones de inversión sobre los mercados emergentes. De hecho, sus bondades son aplicadas a mercados más perfectos, como el de instrumentos del Tesoro estadounidense.

3. Marco Metodológico

Este tipo de investigación se considera como un estudio documental monográfico de carácter descriptivo. En este sentido, la investigación se considera:

Documental, ya que se fundamentó en documentos, publicaciones, artículos, trabajos de investigación y demás opiniones sobre la temática planteada en el estudio.

Considerando una referencia bibliográfica, se tiene que:

Se entiende por Investigación Documental, el estudio de problemas con el propósito de ampliar y profundizar el conocimiento de su naturaleza, con apoyo principalmente en trabajos previos, información y datos divulgados por medios impresos, audiovisuales o electrónicos. La originalidad de un estudio se refleja en el enfoque, criterios, conceptualizaciones, reflexiones, conclusiones, recomendaciones y, en general, en el pensamiento del autor. (UPEL, 2001, p. 6)

La investigación presenta un diseño monográfico documental, definido como: "Examen sistemático de informes o documentos como fuentes de información" Hernández (1991).

Descriptivo: La investigación presenta una descripción específica en cada uno de sus objetivos propuestos; por tanto, es descriptiva en cuanto al tipo de conocimiento ya que no se ocupa de la verificación de hipótesis, sino de la integración de la información que contempla el marco teórico. De acuerdo con el autor Dankhe (1986) citado por HERNÁNDEZ S., R., FERNÁNDEZ, Carlos y BAPTISTA, Pilar (1998), se indica:

... los estudios descriptivos buscan especificar las propiedades importantes de personas, grupo, comunidades o cualquier otro fenómeno que sea sometido a análisis. (p. 60)

... Miden o evalúan diversos aspectos, dimensiones o componentes del fenómeno a investigar. Desde el punto de vista científico, describir es medir. (p. 60).

En este sentido, los autores señalan que en un estudio descriptivo se seleccionan y se miden atributos de un fenómeno para describirlo, sin llegar a establecer cómo es y cómo se manifiesta, ni cómo se relacionan sus variables entre sí.

Según Bavaresco (1994), la investigación descriptiva "consiste en describir y analizar sistemáticamente características homogéneas de los fenómenos estudiados sobre la realidad (individuos, comunidad)". (p. 24).v

4. Marco Teórico

Angeloni y Short (1980) y Feder y Ross (1982), [en Scholtens (1999)], han investigado la relación en el mercado primario entre los diferenciales de tasas de interés de los préstamos bancarios y el Riesgo País. Este tipo de análisis, en general, ha llevado a concluir que existe una asociación positiva entre estos diferenciales o spreads y el Riesgo País. Por su parte, Edwards (1986) [en Scholtens (1999)], analiza el mercado secundario, determinando que el Riesgo País juega un papel importante en la formación de precios del mercado de bonos, encontrando evidencia de que los diferenciales de los rendimientos de los bonos están positivamente asociados con el Riesgo País. Bert Scholtens (1999), desarrolla una metodología para calcular rangos de correlación entre el diferencial de rendimientos y el Riesgo País, expresado a través de un rating, concluyendo que existe una fuerte y positiva asociación entre los diferenciales de rendimiento y el Riesgo País.

¿Que es el riesgo país?

Los modelos de regresión revisados, no llegan a cuantificar la prima de Riesgo País, dada la dificultad de expresar, numéricamente, una serie de factores de carácter cualitativo que influyen en ella. La mayoría de los trabajos sobre Riesgo País tratan de aproximarse a su cuantificación, desarrollando correlaciones entre el comportamiento de los diferenciales de tasas de interés de distintos tipos de deuda y el Riesgo País, el cual es determinado ya sea mediante los ratings asignados por las agencias calificadoras internacionales de riesgo de crédito (Moody's, Standard & Poor's, Fitch-IBCA, entre otras) o a través de los índices de Riesgo País, calculados por empresas como Euromoney o Institutional Investor. Por lo tanto, se limitan a identificar variables que pueden explicar parcialmente algunos determinantes del Riesgo País. De esta forma para los inversionistas, cobran relevancia las mediciones de Riesgo País que llevan a cabo empresas especializadas ya que al momento de su publicación por

Euromoney, la variación de la prima de riesgo, no necesariamente refleja el cambio observado en la posición del país en el ranking.

El Riesgo País es un índice denominado Emerging Markets Bond Index Plus (EMBI+) y mide el grado de "peligro" que entraña un país para las inversiones extranjeras. J. P. Morgan analiza el rendimiento de los instrumentos de la deuda de un país, principalmente el dinero en forma de bonos. Este indicador se concentra en las naciones emergentes, entre ellas las tres mayores economías latinoamericanas: Brasil, México y Argentina. También brinda datos sobre Bulgaria, Marruecos, Nigeria, Filipinas, Polonia, Rusia y Sudáfrica.

El EMBI+ es elaborado por el banco de inversiones J. P. Morgan, de Estados Unidos, que posee filiales en varios países latinoamericanos. J. P. Morgan analiza el rendimiento de los instrumentos de la deuda de un país, principalmente el dinero en forma de bonos, por los cuales se abona una determinada tasa de interés en los mercados.

El valor del Riesgo País es igual a la diferencia entre las tasas que pagan los bonos del Tesoro de los Estados Unidos y las que pagan los bonos del respectivo país. Se utiliza la tasa de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos como base, ya que se asume que es la de menor riesgo en el mercado (razonablemente es de suponer que si algún país tiene la capacidad de honrar su deudas, ese sea los Estados Unidos).

Riesgo País = Tasa de rendimiento de los bonos de un país - Tasa de rendimiento de los Bonos del Tesoro norteamericano

Factores que influyen en el riesgo país:

- Prima por inflación: Es la compensación por la declinación esperada del poder adquisitivo del dinero prestado.
- Prima por riesgo de incumplimiento: Es la recompensa por enfrentar el riesgo de incumplimiento en el caso de un préstamo o bono.
- Prima por liquidez: Es la recompensa por invertir en un activo que tal vez no pueda ser convertido rápidamente en efectivo a un valor de mercado conveniente.
- Prima por devaluación: Es la recompensa por invertir en un activo que no está nominado en la divisa propia del inversionista.
- Prima por vencimiento: Entre mayor sea el plazo en que vence el bono menor es la liquidez del título, y mayores los riesgos de volatilidad.
- Otros factores: Naturalmente entran en juego factores de análisis de entorno importantes: estabilidad política, estabilidad macroeconómica y fiscal, situación del área geográfica del país, fortaleza bancaria. Y luego hay elementos que tiene sus lados positivos y negativos. Por ejemplo, la dolarización tiende ciertamente a bajar el Riesgo País por la presión que genera hacia la estabilidad y la disciplina, pero al mismo tiempo puede aumentar las percepciones de riesgo porque la banca está librada a sí misma (no hay "prestamista de última instancia"... aunque esto también puede ser percibido como una buena cosa) y porque el Gobierno solo puede financiar su eventual indisciplina con más deuda (y ya no con la máquina de dinero del Banco Central) lo que aumenta el riesgo de no pago de la misma.

Como Se Mide El Riesgo País

El Riesgo País se mide en puntos básicos (cada 100 puntos equivalen a 1%), por esto cuando se escucha que el índice de Riesgo País se ubica en 1.200 puntos, en realidad se está diciendo que el bono del país emisor paga 12% adicional sobre la tasa de los bonos americanos.

Otra forma en que se mide el Riesgo País es basándose en la confiabilidad crediticia percibida del emisor. Se utiliza los análisis de casas calificadoras de riesgo como Moody's Investors Services o Standard & Poors, los cuales asignan un grado de calificación de riesgo crediticio para los títulos emitidos por los diferentes países. En ambos sistemas las calificaciones van desde bonos de alto grado de inversión, que son los de menor riesgo, hasta los bonos de calificación "no inversión", que son los bonos de mayor riesgo de crédito en el mercado (estas calificaciones se fijan por factores similares a los mencionados y hay que estar conscientes que tiene un alto grado de subjetividad porque dependen de las percepciones personales de los analistas)

Las experiencias de los inversionistas muestran que los modelos tienden a mostrar resultados insuficientes, estos solo juegan un papel complementario en el proceso de toma de decisiones.

Elementos Del Indicador Del Riesgo País

La percepción del Riesgo País y la manera como éste se expresa, ha evolucionado de acuerdo al desarrollo de los mercados financieros internacionales, haciéndose más complejo, en la medida en que los participantes del mercado, las formas de negociación y los instrumentos se han ampliado y

diversificado. En este contexto, en los años ochenta, la significativa participación de la banca comercial descansaba en una relación más estrecha entre ésta y los países deudores, lo cual determinaba una percepción de Riesgo País menos volátil que la actual, fundamentada, básicamente, en elementos financieros que determinaban la capacidad de pago de los países.

Actualmente, la óptica de los inversionistas va más allá de la simple evaluación de la capacidad de pagos, incluyendo, además, una mayor gama de factores. En las decisiones de los inversionistas actuales, juega un papel relevante el proceso de difusión y percepción de la información que proporciona el mercado, como elemento que contribuye de manera importante en la generación de confianza. Esto lo lleva a competir con variados inversionistas y a tomar decisiones bajo esquemas de incentivos muy competitivos. Las asimetrías que acompañan tal proceso originan distorsiones en las primas de Riesgo País. Estas decisiones llegan a orientarse por las corrientes de preferencias que permean diariamente el mercado, entre las cuales es determinante, tanto la búsqueda de beneficios en el corto plazo, como la influencia de esquemas de valoración provenientes del modelo económico dominante en los países desarrollados.

En este sentido, destaca la conducta más volátil que, frente al riesgo, exhibe el grupo mayoritario conformado por inversionistas institucionales, fondos de cobertura, y fondos mutuales, lo cual ha tendido a aumentar la dispersión de los rendimientos de títulos corporativos en los países desarrollados y de los bonos soberanos de los mercados emergentes.

Asimismo, el comportamiento de los spreads ha estado afectado por una mayor volatilidad asociada a estos inversionistas, los cuales son tomadores más activos de riesgo y, en consecuencia, demandan rendimientos superiores que impulsan la prima de riesgo. Su conducta es más especulativa, propiciando con ello efectos contagio. Por ello, en el seno de los organismos multilaterales ha surgido un debate alrededor de las prevenciones que deben implementarse para lograr un comportamiento más ordenado de los mercados emergentes, reducir las asimetrías y así evitar el surgimiento de crisis financieras, minimizando, con ello, la influencia de factores cualitativos que afectan la prima de Riesgo País.

El caso de México es ilustrativo al respecto, ya que el constante seguimiento establecido entre la comunidad financiera internacional y el gobierno mexicano ha contribuido a reducir la influencia desfavorable en el Riesgo País de factores vinculados a percepciones y expectativas. Las autoridades mexicanas, en respuesta a la crisis del Peso de 1994-95, establecieron una Oficina de Relaciones con el Inversionista, adscrita al Ministerio de Finanzas. En 1996, esta Oficina comenzó a producir reportes estadísticos trimestrales dirigidos a la comunidad global de inversionistas, así como intercambios, vía teleconferencia, con analistas e inversionistas interesados en obtener, de primera fuente, información económica de este país.

Este hecho ha ayudado a que los participantes del mercado diferencien a México de otros países latinoamericanos, elevando la confianza y entendimiento de esta comunidad sobre las políticas económicas mexicanas, reduciendo la incertidumbre y, con ello, parte de los riesgos. De esta forma, se ha venido observando una convergencia de los rendimientos de los instrumentos soberanos mexicanos hacia los de los títulos públicos de países desarrollados. Igualmente, con miras a reducir las asimetrías en la comunicación entre inversionistas privados y gobiernos de los mercados emergentes, se ha instituido, dentro del FMI, aprovechando las bondades de Internet, en un sistema de difusión rápida de estadísticas económicas nacionales buscando mayor transparencia y eficiencia en la información a través del "Dissemination Standards Bulletin Board".

Los países latinoamericanos que participan en este sistema son Argentina, Colombia, Chile, Ecuador, El Salvador, México y Perú. En la medida en que los inversionistas puedan conocer, por esta vía, información económica relevante de los países, es factible esperar una reducción en la volatilidad del Riesgo País asociada a la disponibilidad de mayor información.

Cuadro N° 1

Categorías que conforman el Riesgo País contenidas en el Ranking de Euromoney.

FACTORES DE RIESGO	PONDERACIÓN	EN %
INDICADORES ANALÍTICOS		50
DESEMPEÑO ECONÓMICO	25	
RIESGO POLÍTICO	25	
INDICADORES CREDITICIOS		30
INDICADORES DE DEUDA	10	
DEUDA EN DEFAULT O PREPROGRAMADA	10	
CALIFICACIÓN CREDITICIA	10	
INDICADORES DEL MERCADO		20

ACCESO A FINANCIAMIENTO BANCARIO	5
ACCESO A FINANCIAMIENTO DE CORTO PLAZO	5
DESCUENTO POR INCUMPLIMIENTO	5
ACCESO A MERCADO DE CAPITALES	5

Fuente: Euromoney

Cuadro N° 2
Ranking y Riesgo País de países Latinoamericanos 1999 .

PAIS	RANKING			RIESGO-PAIS				VARIACIONES	
	MAR	SEPT	VARI	MAR	AGO	SEPT	VARI	CONDICION	SEP-AGO
MEXICO	47	48	-1	429	403	394	-35	MEJORA	-9
ARGENTINA	55	54	+1	587	633	524	-63	MEJORA	-109
COLOMBIA	59	61	-2	493	634	564	71	EMPEORA	-70
BRASIL	76	71	+5	816	772	723	-93	MEJORA	-49
VENEZUELA	82	78	+4	916	896	773	-143	MEJORA	-123

Fuente: Euromoney

Cuadro N° 3
Evolución de Venezuela en el Ranking Riesgo País .

				FACT.ANALITICO		IND. CREDITICIO			IND. DE MERCADO			
FECHA	RATING	RANKING	R-P	DES. ECO	RIES. POL	DEUDA	D.DEFALTA	CAL. CRED	BANC	CP	MDO. CAPI	DES. INC
MAR 1997	49.08	80	295	12.32	10.38	8.74	10.00	2.19	0.09	2.67	0.00	2.70
SEP 1997	41.33	78	448	5.97	9.10	9.40	10.00	1.88	0.53	2.50	0.00	1.97

Fuente: Euromoney

Aplicaciones Del Indicador Del Riesgo País

El enfoque del Riesgo País suministra un nuevo punto de vista sobre una variedad de importantes proposiciones económicas, valoriza el papel de la Historia y ofrece un método superior de análisis macroeconómico. Aplicado en forma consistente, el enfoque conduce a interpretaciones inesperadas y abre una nueva perspectiva sobre los beneficios de ciertas instituciones y políticas. A continuación, discutimos algunas aplicaciones del Indicador de Riesgo País.

Determinantes de la Inversión:

En un extenso survey acerca de los determinantes de la inversión, que repasa los trabajos de pioneros en el tema, tales como Jorgenson, Eisner y Tobin, Andrew Abel llega a la conclusión de que no hay consenso sobre la magnitud de la reacción de la inversión frente a cambios en las tasas de interés. No es una conclusión que llame la atención; la profesión económica ha crecido con ella. Sin embargo, cuando se sustituyen las tasas de interés de corto o largo plazo por la prima de Riesgo País como variable explicativa de la inversión, los resultados econométricos son contundentes.

Por ejemplo la economía Argentina en las décadas de 1980 y 1990 suministra importante evidencia en tal sentido. La prima de Riesgo País es el determinante fundamental de la inversión bruta fija interna en nuestro país. La elasticidad entre ella y la prima es grande, negativa y estadísticamente significativa, y la dirección de causalidad corre inequívocamente desde la prima a la inversión. En rigor, toda la argumentación de este libro se funda en dicho hallazgo. La literatura tampoco ha arribado a una conclusión definida sobre los determinantes de las importaciones. En particular, la reciente experiencia Argentina desmiente que estas respondan al tipo real de cambio. Carlos Rodríguez ha identificado una clara correlación negativa entre la prima de riesgo-argentino y el ingreso de capitales en el período 1988-1994. La influencia corre así: la prima determina el flujo de ingreso de capitales, es decir, el saldo de la cuenta de capitales de la balanza de pagos; la imagen refleja del saldo de la cuenta de capitales es

la cuenta corriente, que básicamente es igual a la diferencia entre las exportaciones y las importaciones comerciales; Pero, mientras las exportaciones son una variable “estructural”, pues dependen de la apertura de la economía, las importaciones son una variable netamente financiera. En lo esencial, la cuenta corriente se acomoda al flujo de capitales mediante cambios en las importaciones. La prima de Riesgo País es, por tanto, un determinante clave de las importaciones.

Desempleo:

El modelo macroeconómico desarrollado nos ha persuadido de que la flexibilidad salarial es irrelevante en la determinación del nivel de empleo de corto plazo.

De nuevo, el determinante fundamental es la prima de Riesgo País. Conceptualmente, el punto clave es el comportamiento del precio del factor capital durante el ciclo. Con plena flexibilidad o inflexibilidad salarial, el precio del capital variará de tal forma que el empleo de ambos factores caerá en igual proporción en una recesión, o aumentará en igual proporción en una reactivación. Pero Este enfoque revela otra paradoja. Durante una recesión, la rigidez salarial no sólo no es la causa del mayor desempleo, sino que es un factor de amortiguación de la caída del precio del capital motivada por la suba de la prima de Riesgo País. En otras palabras, a los empresarios les conviene que el mercado laboral siga regulado; cuando se desregula, caerá el precio del capital hundido en sus industrias.

Devaluación y reactivación:

Existe consenso en la comunidad financiera internacional acerca del poder reactivante de una devaluación de la moneda nacional; específicamente, la devaluación tendría la capacidad de reactivar una economía porque eleva el tipo real de cambio y así estimula las exportaciones. Esta prescripción no funcionó para la economía Argentina en los últimos 30 años, y no debemos descartar la posibilidad de que no haya funcionado jamás. Sin embargo, hay circunstancias en las que una devaluación sí puede ser reactivante. Aunque la causa de la reactivación no es el aumento del tipo real de cambio sino la disminución de la prima de Riesgo País. Brasil es un ejemplo reciente en tal sentido; Gran Bretaña es uno lejano. En 1998, lo único seguro en Brasil era que en algún momento cercano habría una devaluación del real; el riesgo devaluatorio alimentó el riesgo-brasileño; el ingreso de capitales se transformó en salida y la economía entró en recesión.

A los pocos meses de la devaluación, una vez comprobado que el déficit fiscal apuntaba a la baja y que la tasa de crecimiento monetario no aumentaba, el riesgo-brasileño empezó a caer y se armó el círculo virtuoso de la reactivación.

La devaluación de la libra esterlina de 1931 es un ejemplo incluso más interesante. En 1925, el ministro de Hacienda Churchill decidió que había que volver al patrón oro que había cimentado la grandeza económica británica en el siglo que terminó abruptamente con la Primera Guerra Mundial, fijó el tipo de cambio entre la libra y el oro un 10% por debajo del tipo de mercado del momento, y así ingresó Gran Bretaña en un período deflacionario. Con el paso de los meses, el mercado se dividió en dos mitades: una de ellas tenía la convicción de que el país debía perseverar en el patrón oro, y la otra tenía la convicción de que el patrón oro era un craso error y que debía ser abandonado cuanto antes. Aumentó el riesgo devaluatorio y esto aumentó el riesgo-británico; el capital salía del país, la demanda agregada colapsaba y se agravaba la deflación. Vencida, Gran Bretaña devaluó finalmente la libra esterlina, y aunque no se salvó de la profunda recesión que afectaba por entonces al mundo, comenzó a reactivarse antes que EEUU o Francia. Pero esta favorable reacción no fue consecuencia del aumento del tipo real de cambio, sino del abandono de una política que había creado una incertidumbre enorme y corrosiva.

Política Fiscal:

El modelo de Mundell-Flemming¹ reza así: con tipo de cambio fijo, un aumento del déficit fiscal financiado con bonos, debido a un aumento del gasto público o a una reducción de la presión tributaria, es reactivante. La razón es que la fijación cambiaria y el perfecto arbitraje internacional de capitales evitan que la tasa de interés local suba, fenómeno que hace posible que la política fiscal tenga pleno impacto sobre la demanda agregada. El enfoque del Riesgo País es menos mecánico. Dice que si el mercado financiero internacional ve en el déficit fiscal una señal de problemas de financiamiento futuros, la prima de Riesgo País subirá y la economía crecerá menos o entrará en recesión. Pero sólo en la medida en que ésa sea su creencia. En una potencia estable como EEUU, prevalece el modelo de Mundell-Flemming; por el contrario, en una economía pequeña e inestable como la Venezuela,

¹ El modelo Mundell Fleming se desarrolló a comienzos de los años 60 en los trabajos pioneros de Robert Mundell y Marcus Fleming. Mundell publicó su trabajo en diversos Artículos de revistas y libros, quizás los más conocidos son su artículo “Capital Mobility and stabilization under fixed and flexible exchange rates”, Canadian Journal of Economics and Political sciences, November 1963; y su libro

prevalece el enfoque del Riesgo País. Por una descripción de la atmósfera devaluatoria inglesa, vea Skidelsky (1994). Sobre la reacción diferencial de Gran Bretaña, vea Friedman y Schwartz (1963).

Inflación y Deflación:

La dinámica de la inflación está muy influida por las fluctuaciones de la prima de Riesgo País en un régimen de moneda convertible o de tipo de cambio fijo. Si la adopción del régimen es exitosa y la prima de Riesgo País baja en forma importante, la tasa de inflación tardará en converger en la tasa de inflación mayorista de EEUU, y si la adopción del régimen es poco creíble y la prima de Riesgo País se mantiene elevada, la tasa de inflación convergerá rápidamente en la inflación norteamericana. Tenemos aquí otra paradoja. ¡Mientras menos creíble resulte el plan de estabilización, más exitosa será la lucha contra la inflación! El fenómeno corre así: una fuerte reducción del Riesgo País estimula un fuerte ingreso de capitales; un fuerte ingreso de capitales no puede menos que reflejarse en una fuerte expansión de la demanda agregada, de bienes transables y no transables; pero en tanto el exceso de demanda de transables se cubre con importaciones, el de no transables debe ser cubierto internamente; esto se consigue mediante una mezcla inicial de pequeños aumentos en la oferta y grandes aumentos en los precios. Pero la fuerte reducción de la prima de Riesgo País que promueve una estabilización creíble siembra las semillas de la ulterior deflación. En un comienzo, no sólo la inflación es elevada, también lo es la inversión. La expansión de la dotación de capital en el sector no transable y en las industrias protegidas de la competencia externa lleva finalmente a una caída en sus precios; la inversión determina un desplazamiento desde curvas de costo marginal de corto plazo altas y empinadas hacia curvas de largo plazo bajas y relativamente planas.

Comportamiento Diferencial de Bienes Durables y Bienes No Durables:

Otro aspecto de interés durante un plan de estabilización, o en un período de caída del Riesgo País, es el comportamiento diferencial de la producción o la importación de bienes de capital, incluyendo bienes durables de consumo como los automóviles, y la producción o importación de bienes no durables de consumo. Cuando la prima de Riesgo País cae mucho, se registran fuertes aumentos de la producción e importación de los primeros, y aumentos comparativamente débiles en la producción e importación de los segundos. Pero cuando la prima cae levemente, predomina la importación de los segundos. Un plan de estabilización no creíble reduce rápidamente la inflación e inunda el país de "chucherías" importadas. En nuestra opinión, la explicación es la siguiente: cuando el Riesgo País no baja pero se relajan en forma temporaria las cuotas de importación, los inversores y los demandantes de automóviles carecen de incentivos para invertir o comprar, en tanto que los demandantes de bienes no durables sí tienen incentivos. El Riesgo País no es un argumento en la demanda de estos bienes; la reducción temporaria de sus precios sí lo es. Una botella de whiskey, un paraguas taiwanés o un saco italiano, son insensibles a las fluctuaciones del riesgo sistémico. Aun en condiciones de extrema incertidumbre macroeconómica, el comprador tiene plena certeza de que consumirá el 100% del flujo de servicios generado por ellos.

Política Comercial:

La inestabilidad de la política comercial (aranceles, cuotas y subsidios al comercio exterior) juega un papel en la formación del Riesgo País sólo menos importante que la inestabilidad monetaria. La política comercial determina la política industrial de un país; de allí la necesidad de una política comercial irreversible.

El vínculo especial que une a Australia y Gran Bretaña ilustra la esencia de nuestro argumento. Aunque estos países han tenido una lengua, un derecho y una política exterior común, no es menos cierto que también han tenido una misma moneda, o que ha habido un tipo de cambio fijo entre el dólar australiano y la libra inglesa durante la mayor parte del tiempo, y una misma política arancelaria. Como resultado, el riesgo-australiano ha tendido históricamente al riesgo-inglés. Hundir capital en Australia nunca fue apreciablemente más riesgoso que hundirlo en Manchester. En una palabra, creemos que la clave del milagro económico australiano.

5. Conclusiones

La determinación del Riesgo País es un proceso complejo que abarca el estudio de factores cualitativos, la elaboración de modelos matemáticos y la evaluación del proceso de toma de decisiones de inversión. En particular, el cálculo del Riesgo País asociado a los mercados emergentes depende, primordialmente, de factores de difícil medición.

El Riesgo País en los mercados emergentes se encuentra altamente relacionado con las decisiones de inversión, las cuales descansan, por lo general, en valoraciones cualitativas y consensuadas de analistas. Éstas se basan en expectativas que tratan de anticiparse a la concreción de hechos y en

factores vinculados con la: credibilidad de las políticas económicas y de sus hacedores; información económica confiable y oportuna; experiencia crediticia del país; emulación competitiva; estructura de incentivos de los gerentes de portafolio; y, la percepción sobre la estabilidad política del país, entre otros aspectos.

Todo ello influye sobre las preferencias de los inversionistas al afectar, sus decisiones de compra y venta, las cotizaciones de los bonos, lo cual, a su vez, se refleja en la prima de riesgo o Riesgo País. De allí que la determinación de las preferencias de los inversionistas en cuanto a la rentabilidad que estarían dispuestos a aceptar por asumir un mayor riesgo, cual es el caso de un instrumento de un mercado emergente, es un proceso complejo que no deriva de la simple lectura arrojada por un modelo. En un mundo globalizado, donde los mercados financieros se ajustan instantáneamente es muy probable esperar que una caída en la actividad económica de un país tenga un efecto distorsionante inmediato. El primer efecto en los países con los cuales mantiene una estrecha relación comercial (Crisis de Balanza de Pagos) y además tiene un segundo efecto en los países cuya calificación de Riesgo País es igual a la del economía en crisis. Es decir, el concepto de Riesgo País nos permite explicar porque países que se encuentran geográficamente distantes entre si y que carecen de una estrecha relación comercial se ven afectado por la crisis de uno de los miembros del grupo. El asunto es que países que han sido calificados por igual riesgo país son percibidos por los inversionistas como un bloque. Al punto que una crisis en uno de ellos afectara la percepción que tienen los inversionistas del grupo, produciendo una fuga de capitales de todo el conjunto de países y afectando a todo el grupo. esto explica lo anterior.

Hasta abril de 2001, prácticamente el riesgo país de Venezuela permanecía estático, y aun con los altos precios del crudo seguía ubicándose como el más alto de América Latina si se excluía a Ecuador. No fue sino cuando quedó en evidencia la crisis financiera de Argentina y las secuelas que ella empezó a tener en Brasil cuando el riesgo país de estas naciones superó al indicador venezolano. Incluso, el riesgo de Perú también se colocó por encima del registro de Venezuela justamente cuando las encuestas empezaron a revelar la posibilidad de que las elecciones presidenciales de ese país las pudiera ganar el ex presidente Alan García, puesto que los inversionistas recordaron que este mandatario -en su primer gobierno entre 1985 y 1990- intentó nacionalizar la banca e incumplió los compromisos de pago de la deuda pública externa.

De tal manera que los problemas financieros que enfrentan Argentina y Brasil permitieron que la economía venezolana no siguiera acompañando a la ecuatoriana en el grupo de naciones más riesgosas de la región. No hubo mejora en la percepción que tienen los inversionistas, sino sencillamente que los otros países tienen una situación más complicada.

6. Anexos

Metodología Utilizada Por Euromoney Para La Determinación Del Índice De Riesgo-País

Para obtener la calificación de Riesgo País, Euromoney asigna ponderaciones a las nueve categorías que se describirán a continuación. El indicador con mejor desempeño, por categoría, alcanza el máximo peso (25, 10 ó 5); el peor obtiene cero. Todos los otros valores se calculan en términos relativos a estos dos. Para los indicadores de deuda, el menor valor recibe la ponderación más alta y el mayor valor recibe cero.

Indicadores analíticos:

- **Desempeño Económico (25%):** Basado en: 1) cifras de PNB per cápita; y 2) resultados de la encuesta realizada por Euromoney, donde cada calificación del país se obtiene del promedio de las proyecciones para los próximos dos años.
- **Riesgo Político (25%):** Definido como el riesgo de no pagar los compromisos derivados de las distintas modalidades de endeudamiento, así como la imposibilidad de repatriación de capitales.

Indicadores Crediticios

- **Indicadores de Deuda (10%):** Se utilizan los índices del World Bank's Global Development Finance del año respectivo, incluyéndose: 1) deuda total/PNB; 2) servicio de la deuda/exportaciones; 3) cuenta corriente/PNB.
- **Deuda en Default o Reprogramada (10%):** Se basa en el índice Deuda refinanciada/deuda total, tomado de World Bank's Global Development Finance, 1999.
- **Calificación Crediticia (10%):** Los valores nominales se asignan a los ratings de Moody's, Standard & Poor's y Fitch-IBCA. Donde no hay rating asignado, el puntaje del país es cero.

Indicadores De Mercado

- **Acceso a Financiamiento Bancario (5%):** Calculado como porcentaje del PNB, de los desembolsos de préstamos privados, de largo plazo, no garantizados.

- Acceso a Financiamiento de Corto Plazo (5%): Toma en consideración la disponibilidad de financiamiento a corto plazo, proveniente de créditos bilaterales de carácter oficial.
- Acceso a Mercado de Capitales (5%): Se refiere al acceso de cada país a préstamos y deuda sindicada en los mercados internacionales a la fecha de la encuesta.
- Descuento por Incumplimiento (5%): Toma en cuenta los registros de incumplimiento del país respectivo, comparados con el país de menor incumplimiento.

7. Bibliografía

- Abel, A. (1990): "Consumption and Investment", Handbook of Monetary Economics, vol. 2, editado por B. Friedman y F. Hahn, North-Holland.
- Aizenman, J. (1998): "New Activities, the Welfare Cost of Uncertainty and Investment Policies", International Journal of Finance & Economics, abril.
- Avila, J. (1999): "Riesgo-Argentino & Ciclo Económico", Económica, La Plata. Friedman, M. y A. Jacobson Schwartz (1963): A Monetary History of the United States, 1867-1960, Princeton University Press, cap. 7.
- Banco Interamericano de Desarrollo (1998). "Políticas Económicas en América Latina", 3er. Trimestre, No 4
- Bavaresco D, Aura (1994) "Proceso Metodológico en la Investigación". Academia Nacional de Ciencias Económicas. Servicios Bibliotecarios de la Universidad del Zulia. Caracas - Venezuela.
- Broadfoot, Robert. (1998). "The Importance of Political Risk". Political and Economic Risk Consultancy, Ltd. PERC Library, Oct. 2.
- Fischer, Brian. (1999). "Risk in Managing Emerging Market External Debt Portfolios". Emerging Markets Quarterly, Winter, Vol. 3, Issue 4.
- Gentile, Gary. (1998). "Can Political Risk Be Quantified? Financial Planning", Sept. 98, Vol. 28, Issue 9.
- Harberger, A. (1974): "Three Basic Postulates for Applied Welfare Economics", Taxation and Welfare, The University of Chicago Press.
- Harberger, A. (1976a): "On Country Risk and the Social Cost of Foreign Borrowing by Developing Countries", University of Chicago, mimeo, september.
- Harberger, A. (1980): "Vignettes on the World Capital Market", American Economic Review, may.
- Hausmann, R. y M. Gavin (1995): "Overcoming Volatility", Economic and Social Progress in Latin America, Inter-American Development Bank.
- Hernández S., R., Fernández, C. Y Baptista, P. (1998). "Metodología de la Investigación". Segunda Edición, Editorial Mc Graw Hill, México.
- Kamin Steven and Karsten Von Kleist. (1999). "The Evolution of Emerging Market Bond Spreads in the 1990's". BIS Quarterly Review, November.
- Meldrum, Duncan H. (1999). "Country Risk and Quick Look at Latin America". Business Economics, July, Vol. 34, Issue 3.
- Ramcharran, Harri. (1999). "International Bank Lending to Developing Countries: An Empirical Analysis of the Impact of Country Risk". Multinational Business Review, Spring, Vol. 7, Issue 1.
- Shulman Joel and Mark Bayless. (1993). "Marketability and Default Influences on the Yield Premia of Speculative-Grade Debt". Financial Management, Autumn 93, Vol. 22, Issue 3.
- Universidad Pedagógica Experimental Libertador (UPEL) (2001) "Manual de Trabajos de Grado de Especialización y Maestría y Tesis Doctorales". Fondo Editorial de la Universidad Pedagógica Experimental Libertador.
- Paginas Web
www.jpmorgan.com
www.moodys.com
www.standard&poors.com

Trabajo enviado por:
 Econ. José Ramón Acosta G
 acostajose@hotmail.com
 Caracas, Marzo 2003