

El riesgo país en la Argentina

Guillermo López Dumrauf
Doctor (Universidad de Buenos Aires)

Un indicador que infelizmente se ha vuelto popular en la República Argentina en los últimos años, es el denominado "riesgo país". Este se define como la sobretasa que debe pagar un estado soberano por su deuda pública, cuando se la compara con la tasa de interés de un instrumento de deuda libre de riesgo. Siempre se ha asumido que la tasa de los bonos del tesoro norteamericano (Treasury bonds, familiarmente "T-bonds") representan un rendimiento libre de riesgo, ya que su historia crediticia así lo ha demostrado.

1.1 Cómo se mide el riesgo soberano

El riesgo de incumplimiento de un compromiso financiero es básicamente el "riesgo de crédito". En el riesgo país entran en consideración otros riesgos como el jurídico, expropiaciones, disturbios, etcétera. Juntos, el riesgo país y el riesgo de crédito forman el riesgo soberano. Básicamente, la medición del riesgo soberano se realiza a partir de la diferencia de rendimientos de un título en dólares del gobierno Argentino con un título de vencimiento equivalente de la tesorería americana. Los rendimientos se expresan a partir de una medida conocida como la "TIR" (tasa interna de retorno) que expresa el porcentaje de rendimiento que se obtendría en la inversión en un bono bajo ciertas condiciones:

$$\text{Riesgo soberano} = \text{TIR bono argentino en U\$S} - \text{TIR T-Bond}$$

Por ejemplo, si la TIR del bono argentino fuera del 10 %, y la TIR del T-Bond fuera del 5 %, se dice que el riesgo soberano representa la diferencia (5 %). Lamentablemente, ese guarismo se ha dado muy pocas veces desde que el riesgo país comenzó a ser medido. Para invertir en un bono que se considera riesgoso, los inversores exigen un "premio" en forma de un mayor rendimiento. En los bonos, que son en general activos de renta fija, mayores rendimientos implican precios más bajos. Los "premios" de rendimiento atribuibles al riesgo soberano, riesgo de crédito y riesgo país reconocen básicamente la posibilidad de insolvencia del deudor, pero como dijimos esto está relacionado con una serie de factores intrínsecos que aparecen en la tabla 1:

Premio	Factores intrínsecos
Riesgo soberano	Riesgo país + riesgo de crédito
Riesgo de crédito	Probabilidad de incumplimiento de compromisos financieros
Riesgo país	<ul style="list-style-type: none">• Expropiaciones• Riesgo jurídico• Riesgo fiscal• Riesgo cambiario• Riesgos políticos• Disturbios• Transferencia

<ul style="list-style-type: none"> • Guerra • Corrupción, fraude
--

Tabla 1. Factores contenidos en el riesgo país

Fuente: Guillermo López Dumrauf, Cálculo Financiero Aplicado, Editorial La Ley

En la práctica, la medición del riesgo país es efectuada por consultoras especializadas como J.P. Morgan, que elabora el EMBI *plus* (*Emerging Markets Bond Index*). Estas mediciones se realizan en una medida que se conoce como “puntos básicos” (*basis point*). Las medidas del punto básico, expresadas en porcentaje son las siguientes:

- 1 punto básico = 0,01 %
- 10 puntos básicos = 0,10 %
- 100 puntos básicos = 1 %
- 1.000 puntos básicos = 10 %

Durante el período de turbulencias políticas que llevaron a la renuncia del Presidente de la Nación en 2001, el abandono del régimen de convertibilidad monetaria, y la declaración del *default*, el riesgo país trepó con virulencia hasta sobrepasar los 6.000 puntos básicos (60 puntos porcentuales por encima del rendimiento de los *T-Bonds*). La figura 1 compara el riesgo país medido por JP Morgan a través del EMBI *plus* para Argentina, México y Brasil en el período mayo 99 – septiembre 2002. Como puede apreciarse, el riesgo país de Brasil y Argentina estuvieron siempre por encima del riesgo de México. El riesgo país de Argentina trepa muy rápidamente a partir de fines de 2001 cuando el *default* era inminente.

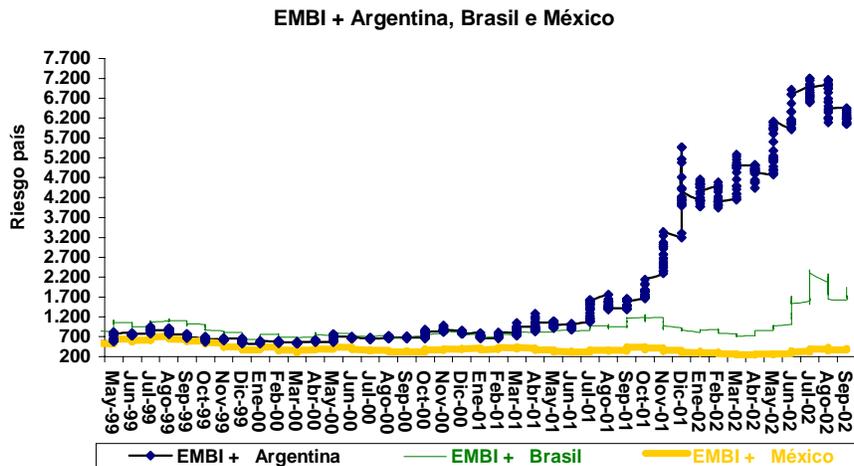


Figura 1. Evolución riesgo país en Argentina, Brasil y Colombia 5/99 – 9/02

Fuente: Guillermo López Dumrauf, Cálculo Financiero Aplicado, Editorial La Ley

1.2 Evolución del riesgo país 1981-2003

Vale la pena repasar un poco la historia para ver como ha evolucionado el riesgo país en la República Argentina. Las fluctuaciones han sido importantes, como puede observarse en la figura 2:

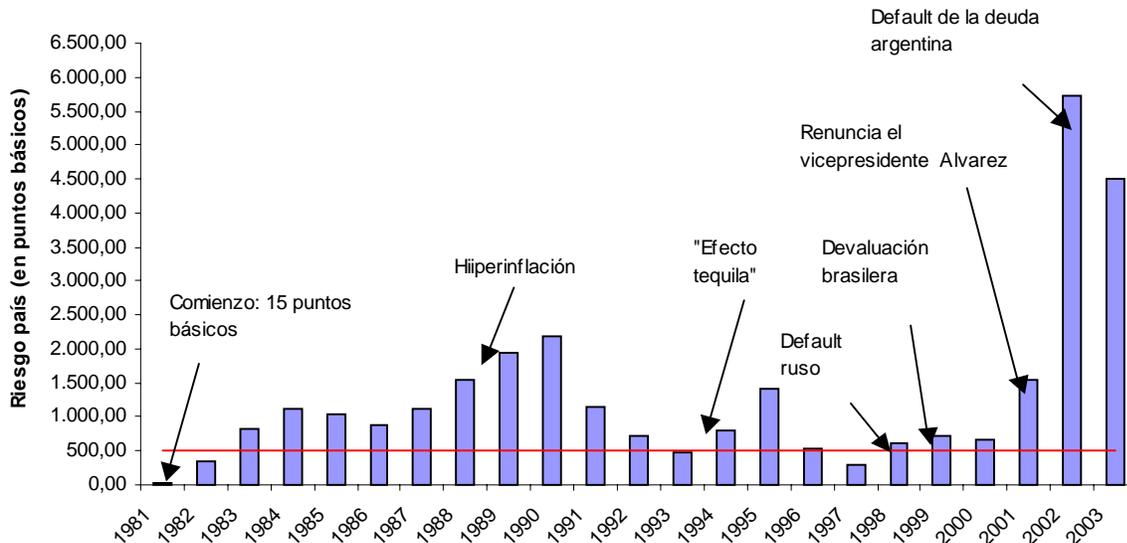


Figura 2. El riesgo país en Argentina 1981-2003

Fuente: Dr. Guillermo López Dumrauf

Algunos acontecimientos importantes que tuvieron gran incidencia fueron la hiperinflación de 1989 y el *default* de la deuda Argentina, declarado en enero de 2002. La trascendencia del riesgo país es mucho mayor si se tiene en cuenta que impacta también en el costo del capital de las empresas. Esto significa que cuanto mayor es el riesgo país, mayor es el costo del capital que tiene que afrontar una compañía argentina para financiar una inversión, y aquellos proyectos cuyo rendimiento no soporta dicho costo de capital, son rechazados, disminuyendo el nivel de inversión agregada. Algunas evidencias sobre la incidencia del riesgo país son las siguientes:

- Cuando el riesgo país supera la barrera de los 500/600 puntos básicos, comienza a frenarse la entrada de capitales.
- Cuando el riesgo país supera los 1.000 puntos básicos por un período prolongado, el país deja de tener acceso a los mercados voluntarios de deuda.

Cuando miramos la historia, solamente hubo 4 períodos con un riesgo país inferior a los 500 puntos básicos (1981, 1982, 1994 y 1998). Las medias, o las medidas normalizadas, pueden dar diferentes resultados, dependiendo como se las calcule, pero puede señalarse que oscilan alrededor de los 1.000 puntos básicos. Hoy tenemos 4.500 puntos básicos, lo cual es claramente impresentable. Recuperar niveles sustentables de un riesgo país inferior a los 500 puntos básicos requerirá de la recuperación de la confianza en las instituciones, pero necesariamente, esto deberá verificarse en los hechos, si queremos construir de aquí en adelante, una historia crediticia y no un prontuario.

Efectos en el costo del crédito

El riesgo país también tiene impacto en la tasa de interés que pagan las obligaciones del sector privado. En la figura 3 se observa la relación entre las tasas de contrato promedio de las obligaciones negociables emitidas en cada año con el promedio para el riesgo país en el mismo año.

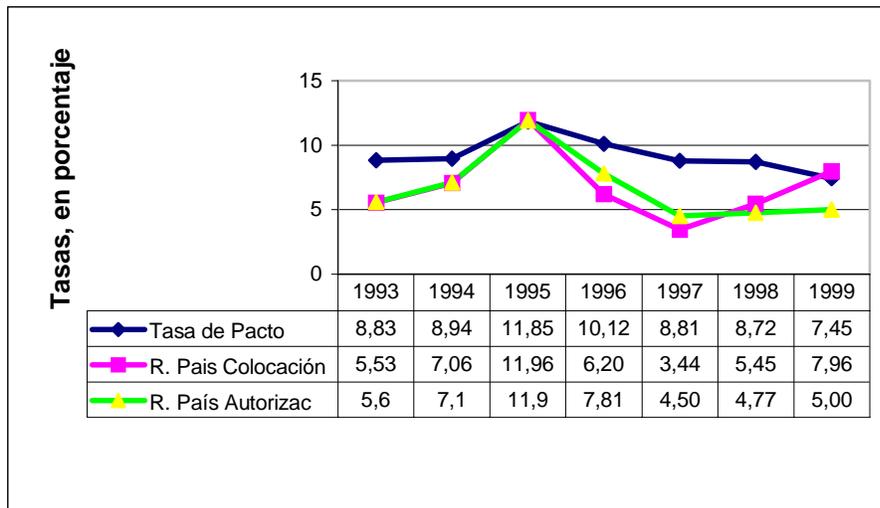


Figura 3 Riesgo país y tasas de interés en obligaciones negociables

Durante el período de turbulencias políticas que llevaron a la renuncia del Presidente de la Nación en 2001, el abandono del régimen de convertibilidad monetaria, y la declaración del default, el riesgo país trepó con virulencia hasta sobrepasar los 6.000 puntos básicos (60 puntos porcentuales)

Como vimos el riesgo soberano contiene al riesgo de crédito y al riesgo país, donde se reflejan una cantidad de factores que los inversores perciban como riesgosos afectando la calidad del título Argentino. En la medida que mayor sea el riesgo país que perciben los inversores, éstos se desprenderán de los títulos Argentinos y su precio descenderá reflejando los mayores rendimientos requeridos para mantenerlos. Los efectos de los riesgos en el precio del bono (y por lo tanto en su TIR requerida) se pueden extender al caso de todos los bonos en general, apareciendo otros factores adicionales que pueden aumentar/disminuir su demanda y que se sintetizan en la tabla 2:

Precio de un bono	TIR de un bono
Menos: <i>Descuento por riesgo de crédito, riesgo país, liquidez y opciones del emisor</i>	Mas: <i>Prima por riesgo de crédito, riesgo país, liquidez y opciones del emisor</i>
Más: <i>Prima por las ventajas fiscales y opciones que otorga al inversor</i>	Menos: <i>Tasa "resignada" por ventajas fiscales y opciones que otorga al inversor</i>

Tabla 2 Factores que determinan la prima por riesgo país

Cálculo de la stripped yield

1. Identificar y separar los flujos garantizados de los no garantizados. En el caso de los Bonos Par y Discount, aparecían garantizados los dos primeros pagos de interés y el capital (principal) con bonos del tesoro de Estados Unidos

2. Obtenemos el precio de la porción garantizada. Como se supone que esta porción es libre de riesgo, descontamos los cupones de intereses garantizados con la tasa LIBOR, y en el caso del principal utilizamos la tasa de los bonos del tesoro de Estados Unidos (que amortiza en su totalidad al vencimiento)

1. El precio de la porción con riesgo soberano se obtiene por diferencia:

$$\text{Precio porción no garantizada} = \text{Precio total del bono} - \text{Precio porción garantizada}$$

Una vez obtenido el precio de la porción no garantizada, lo igualamos a la corriente de cupones no garantizada y calculamos la TIR correspondiente, que recibe el nombre de "*stripped yield*". La figura 4 muestra como evolucionaron el índice Merval y el "*stripped spread*"¹ desde el año 1994 hasta el año 1999 cuando todavía el riesgo país mostraba indicadores "presentables". De la figura 5 se desprende que parte de la variación del mercado accionario está relacionada con el riesgo país: cuando este disminuye, las acciones suben de precio y viceversa:²

¹ El stripped spread es la diferencia entre la TIR del bono argentino despojado de garantías y el bono americano de duración equivalente.

² Estudios realizados por Godfrey y Espinosa señalan que la influencia del riesgo soberano explica en promedio el 40% de la variación del mercado accionario (ver encuesta realizada en la República Argentina por la Universidad Torcuato Di Tella y el Instituto Argentino de Ejecutivos de Finanzas)

Indice Merval vs. STRIPPED SPREAD del PAR BOND

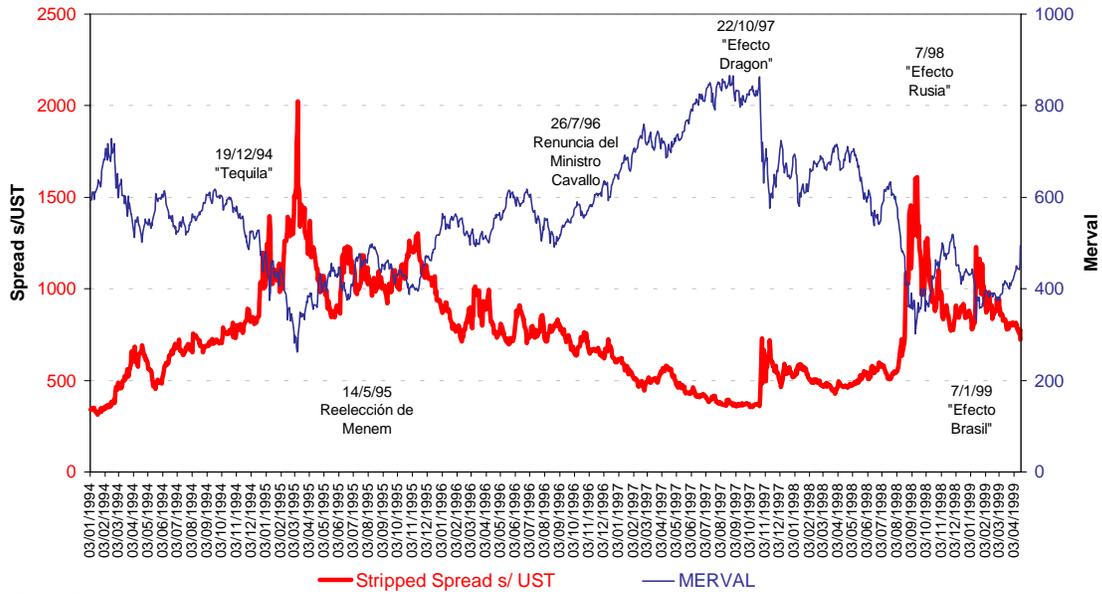


Figura 5 Merval y Riesgo país

El riesgo país llegó a ubicarse por encima de niveles impensados, luego de las turbulencias políticas y la devaluación de la moneda en el año 2002.

Guillermo López Dumrauf, Doctor en Ciencias Económicas UBA – Profesor titular CEMA, UBA – Socio del Estudio Tisocco y Asociados, Consultores de empresas
 Extractado de “Cálculo Financiero Aplicado” – Un enfoque profesional
 Copyright © by La Ley S.A.E. e I.