

Entendiendo el Riesgo País

Miguel A.Kiguel y Gabriel E. Lopetegui*

Secretaría de Hacienda
Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos
República Argentina

*Subsecretario de Financiamiento y Asesor del Secretario de Hacienda respectivamente. Este trabajo ha sido preparado para las Jornadas de ADEBA, a realizarse en Buenos Aires del 19 al 21 de mayo de 1997. Los puntos de vista vertidos en este trabajo son de los autores y no necesariamente reflejan los del Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos. Los autores le agradecen a Juan Carlos Barboza, Lucila Broide, Luciana Esquerro y a Norberto López Isnardi por la colaboración aportada en la preparación de este trabajo.

“Argentina es el país más próspero y progresista de los países de América del Sur y sus obligaciones externas públicas son, en nuestra opinión, fundamentalmente seguras.....”

Moody's Investment Service,
Julio de 1930

I. Introducción

¿Cómo se mide el riesgo país? ¿Quién mide este riesgo? ¿Qué efectos tiene la calidad de esa medición sobre el costo y el nivel de acceso a los mercados de capitales internacionales? ¿Cómo se evalúa el riesgo de Argentina? ¿Qué medidas de política económica se pueden tomar para disminuir el riesgo país? Estas son las preguntas que trataremos de responder en este trabajo, con particular énfasis en los factores que determinan la calificación que tiene Argentina con las principales calificadoras de riesgo y los elementos que pueden llevar a una mejora de esa calificación.

En la Tabla 1.1 se muestran las calificaciones de Moody's y Standard and Poor's, IBCA y Duff & Phelps (DCR) para Países Emergentes, las calificaciones BBB- y mejores corresponden a países *investment grade*, mientras que las menores (de BB+ para abajo) son generalmente conocidos como de calidad especulativa.¹ Esta distinción es importante debido a que el costo de financiamiento aumenta significativamente, aproximadamente 150 puntos básicos, si se cae debajo de *investment grade*. Además, el mercado de capitales se restringe en forma importante debido a que existen muchas regulaciones que limitan las inversiones de fondos de pensión, compañías de seguros y otros inversores institucionales sólo a bonos que tienen una calificación *investment grade*. Por lo tanto la calificación de un país tiene un efecto importante tanto sobre el costo de fondeo como sobre el monto de fondos al cual puede tener acceso.

¹ Este sistema de calificaciones es el de Standard and Poor's, él que también han adoptado otras agencias de calificación como Duff and Phelps e IBCA. Moody's tiene un sistema de calificaciones que usa símbolos algo distintos; por ejemplo, utiliza Baa en vez de BBB, o Ba en lugar de BB. Un cuadro de equivalencias se presenta en el anexo 2.

RATING CREDITICIO DE LOS PRINCIPALES PAISES EMERGENTES					
Deuda en moneda extranjera					
LARGO PLAZO					
		S & P	IBCA	DCR	MOODY'S
Apto para la inversión (Investment Grade)					
AAA	Aaa				
AA+	Aa1				
AA	Aa2	Portugal	Portugal		Portugal
AA-	Aa3				
A+	A1	Malasia			Malasia
A	A2				
A-	A3	Chile	Chile, Rep. Checa	Chile	China
BBB+	Baa1				Chile, Rep. Checa, Panamá
BBB	Baa2	China, Indonesia	Colombia, Polonia	Colombia	
BBB-	Baa3	Colombia, Croacia Egipto, Hungría, Polonia	Hungría	Hungría	Colombia, Croacia, Indonesia Hungría, Polonia, Sud Africa
Especulativo					
BB+	Ba1	Uruguay, Panamá Sud Africa, Filipinas	Uruguay		Uruguay, Panamá
BB	Ba2	Argentina, México El Salvador	Argentina, Mexico Sud Africa, Filipinas	Argentina, México El Salvador, Turquía	Mexico, Venezuela Rusia, Egipto, Filipinas
BB-	Ba3	Paraguay, Brasil Rusia	Rumania Turquía	Rusia	Rumania
B+	B1	Venezuela	Brasil	Brasil	Argentina, Brasil Rep. Dominicana, Turquía
B	B2	Turquía			Perú
B-	B3				Bulgaria

Argentina tiene una calificación de BB con Standard and Poor's (S&P) al igual que con las calificadoras Duff and Phelps e IBCA y de B1 con Moody's. Esto significa que nuestro país tiene que subir aún dos escalones con las dos primeras y cuatro con Moody's para poder acceder al nivel de *investment grade*. La calificación de S&P fue recientemente revisada hacia arriba de BB- a BB, mientras que la de Moody's se mantiene sin cambio desde 1992, cuando fue mejorada de B3 a B1. En otras palabras, la evaluación de Moody's es que el riesgo argentino no ha caído desde 1992 a la fecha, a pesar de los progresos alcanzados en estos últimos años.

En general la calificación de un país depende de una serie de factores económicos,

políticos y sociales. Dentro de ellos, los factores económicos tales como el nivel de ingreso per cápita, la tasa de inflación, la tasa de crecimiento del producto, el déficit fiscal y la relación deuda a exportaciones tienen un papel preponderante. La voluntad de pagar es otro factor importante, y por ende las calificadoras de riesgo tienden a darle mucha importancia al hecho de si el país ha incurrido en *defaults* en el pasado. En el caso argentino, como se describe en la Sección III, los indicadores económicos son lo suficientemente saludables como para poder justificar una calificación *investment grade*. Pero pareciera que Argentina está siendo penalizada por nuestra historia; principalmente los *defaults* del pasado y la inestabilidad macroeconómica de los años setenta y ochenta.

Las calificaciones crediticias no siempre son una buena medida del riesgo país. Venezuela es una ilustración interesante en este sentido. Moody's y S&P le adjudicaron a Venezuela una calificación AAA a fines de los años setenta, justo antes de que el país sufriera las consecuencias de la crisis de la deuda. El problema en el caso venezolano, como es el caso de otros países, es que las agencias calificadoras de riesgo tienden a darle un peso muy fuerte, a veces excesivo, a las variables económicas que miden la generación de divisas en relación a la deuda (como por ejemplo deuda exportaciones, o el déficit en cuenta corriente del balance de pagos) y proporcionalmente menos consideración a las variables que miden la solvencia del gobierno y la capacidad *potencial* de generar divisas. Venezuela parecía una economía más solvente si se miraban sus cuentas externas -donde mostraba un superávit en la cuenta corriente del orden del 6% del PBI en 1980-81-, que si se apreciaban las cuentas fiscales, que mostraban un déficit primario del 12% del PBI. Sin duda, el problema central de Venezuela fue el elevado déficit fiscal.

El resto del trabajo está organizado de la siguiente manera. En la sección II comparamos dos crisis externas, la crisis de la deuda de los ochenta con el efecto Tequila en los noventa, a efectos de entender mejor cómo medir el riesgo país. Allí mostramos que mientras que la crisis de los ochenta fue una crisis de solvencia, especialmente del sector público, el efecto Tequila se limitó a ser una crisis de liquidez. De los indicadores económicos, el tamaño de déficit fiscal y la tasa de inflación aparecen como los que mejor permiten predecir la diferencia entre las dos crisis. Curiosamente, los indicadores externos eran similares en ambos episodios.

En la sección III analizamos en detalle las variables que determinan las calificaciones de los países, las características más importantes que diferencian a los países que son *investment grade* de aquellos que no lo son, y evaluamos la calificación argentina. Se muestra, que las variables críticas que diferencian a países *investment grade* son la tasa de inflación, el PBI per capita, el ahorro doméstico, la tasa de desempleo, la relación deuda externa-exportaciones, y el grado de desarrollo del mercado de capitales. Finalmente, nuestro modelo econométrico predice que Argentina podría ser considerada *investment grade* si no hubiera hecho *default*.

En la sección IV mostramos que existen algunas ideas erróneas acerca del peso de la deuda externa argentina, y que ello en gran medida se debe al carácter bi-monetario de nuestra economía. La deuda externa argentina, tanto la pública como la privada, es pequeña en relación al PBI y a la capacidad *potencial* de generar divisas. Concluimos en la sección V con algunas consideraciones finales.

II. El Riesgo País en Perspectiva

Las calificadoras de riesgo hacen una distinción entre el riesgo soberano y el riesgo corporativo. Es habitual que la calificación otorgada al Estado Nacional, el llamado riesgo soberano, le imponga un techo a la calificación de empresas del sector privado, debido a que si el Estado tiene problemas para pagar su deuda, particularmente la deuda externa, las empresas pueden tener problemas para acceder a las divisas para poder cumplir con sus compromisos. Esto se debe a que en el pasado, muchos gobiernos han utilizado los controles de capitales y de cambios para mantener un mayor control sobre las reservas internacionales y así utilizar las pocas divisas con que podía contar el Banco Central para pagar la deuda externa.

En el caso de Argentina, debido a que es una economía dolarizada y donde se garantiza la convertibilidad del peso, las definiciones tradicionales de deuda interna y deuda externa son más difíciles de hacer. Además, el hecho de que las empresas tengan dólares tanto en la Argentina como en el exterior implica que las reservas internacionales no son la única fuente de divisas con las que cuenta la economía. Estas características especiales de la Argentina llevaron a que Standard and Poor's recientemente flexibilizara el techo soberano para calificar a las empresas privadas.

¿Cómo se mide el riesgo país? ¿En qué medida ese riesgo es distinto para la deuda interna que para la deuda externa? ¿En qué circunstancias un país puede llegar a hacer default en su deuda externa pero no en su deuda interna? ¿En qué medida los criterios de evaluación son distintos para economías dolarizadas? En el resto de esta sección trataremos de contestar estas preguntas. Para ello, primero haremos una breve reseña de los factores que afectaron el riesgo país y el pago de la deuda en la crisis de los ochenta durante el efecto Tequila.

La Crisis de la Deuda de los Años Ochenta: Un Problema de Solvencia

La crisis de la deuda de los años ochenta, que comenzó con el *default* de México en agosto de 1982, y que fue seguida por problemas para cumplir con los compromisos de

pago de la deuda externa en otros países en desarrollo dio origen a una frondosa literatura sobre riesgo país. Por lo tanto, es útil hacer una breve revisión de la crisis de los años ochenta, sus principales causas y el impacto que ha tenido en las instituciones que evalúan el riesgo país.

Hacia finales de la década de los años setenta las economías de los países en desarrollo vivieron un período de bonanza económica, ayudadas por una situación favorable en la economía mundial. América Latina creció a más del 6% anual en 1979 y 1980, y la situación fue favorable para la mayor parte de los países de la región. Las bajas tasas de interés que prevalecían en los mercados internacionales proveían financiamiento abundante y barato mientras que los términos de intercambio favorables de ese momento ayudaron a solidificar una situación de tasas de crecimiento económico elevadas al mismo tiempo que ayudaban a la generación de divisas.

Esta situación internacional favorable llevó a que muchos países adoptaran políticas económicas expansivas bajo el supuesto de que la situación internacional continuaría siendo positiva en el futuro. Tal vez, los países petroleros sean el mejor ejemplo de este tipo de comportamiento, ya que bajo el supuesto de que los precios del petróleo iban a continuar subiendo de la misma forma en que lo habían hecho en los años setenta se embarcaron en ambiciosos proyectos de inversión y de gasto público financiados con préstamos externos. Esta estrategia llevó a que estas economías experimentaran altos déficits fiscales y de cuenta corriente que aumentaron la vulnerabilidad externa. En Méjico, por ejemplo, el gasto público aumentó del 29,5% del PBI en 1977 al 41,3% del PBI en 1981, con lo cual el déficit fiscal se incrementó del 5,4% del PBI al 13,6% del PBI en ese período, mientras que el déficit en cuenta corriente llegó al 6,4% del PBI (cuadro II.1). Como resultado de estos desequilibrios la deuda externa aumentó de 31.200 millones en 1977 a 78.200 millones en 1981

Cuadro II.1

Indicadores Macroeconómicos. Méjico y Argentina

Méjico	1977	1978	1979	1980	1981	1982
Inflación (IPC, promedio anual)	29,0	17,5	18,2	26,4	27,9	58,9
Crecimiento PBI	3,4	8,3	9,2	8,3	7,9	-0,6
Inversión/PBI	22,8	23,6	26,0	29,6	27,5	22,7
Resultado primario/PBI	-2,3	-2,4	-2,9	-3,2	-8,8	-7,5
Gasto (excl. intereses)/PBI	27,0	28,3	29,7	31,2	36,2	37,8
Balanza de Cuenta Corriente/PBI	2,1	-2,9	-3,8	-5,5	-6,4	-3,6
Deuda externa total (miles de mill. u\$s)	31,2	35,7	42,7	57,4	78,2	86,0
Deuda pública total (m. mill. u\$s)	20,8	25,6	29,2	33,6	42,7	50,4
Deuda externa/Exportaciones (%)	380,0	313,2	266,8	232,2	259,8	302,0
Deuda pública externa/Exportaciones (%)	253,3	224,6	182,4	135,9	141,9	177,0
Deuda externa/PBI (%)	38,9	35,5	32,6	31,6	33,7	55,8
Deuda pública externa/PBI (%)	26,0	25,5	22,3	18,5	18,4	32,7
Reservas Internac. (meses import.)	2,3	1,8	1,7	1,5	1,4	0,6
Argentina	1977	1978	1979	1980	1981	1982
Inflación (IPC, promedio anual)	176,0	175,5	159,5	100,8	104,5	164,8
Crecimiento PBI	6,2	-3,3	7,3	1,5	5,4	-3,2
Inversión/PBI	27,2	23,9	22,6	26,4	23,8	19,6
Resultado primario/PBI	-3,9	-4,7	-4,6	-6,7	-11,8	-10,6
Gasto (excl. intereses)/PBI	29,6	34,4	33,8	37,8	43,6	38,9
Balanza de Cuenta Corriente/PBI	2,2	2,8	-0,4	-3,1	-3,8	-4,1
Deuda externa (miles de mill. u\$s)	11,4	13,3	21,0	27,2	35,6	43,6
Deuda externa pública (m. mill. u\$s)	5,0	6,7	8,6	10,2	10,6	15,8
Deuda externa/Exportaciones (%)	169,0	169,6	211,8	242,9	301,0	455,9
Deuda externa pública/Exportaciones (%)	74,1	85,5	86,7	91,1	89,6	165,2
Deuda externa/PBI (%)	22,6	20,7	20,0	17,9	29,7	71,6
Deuda externa pública/PBI (%)	9,9	10,4	8,2	6,7	8,8	25,9
Reservas Internac. (meses import.)	8,2	11,8	13,3	7,0	3,7	4,5

Fuente: FMI, Banco Mundial, Ministerios de Economía de Méjico y Argentina

Jeffrey Sachs (1989) resume muy bien las causas de la crisis; “La crisis de la deuda surgió como resultado de una combinación de decisiones de políticas económicas en los países deudores, shocks macroeconómicos en la economía mundial y un sorprendente aumento irrestricto de préstamos bancarios entre 1979 y 1981” (p.6).

El final de la historia ya es bien conocida. Como resultado de la fuerte suba de la tasa de interés en Estados Unidos durante el período en que Volcker condujo la Reserva Federal, donde la tasa de fondos federales subió de 8% en 1978 a 16% en 1981, se hizo extremadamente costoso y difícil acceder a los mercados de capitales internacionales. El problema se hizo aún más agudo debido a que gran parte del endeudamiento era de corto plazo y por lo tanto sujeto a riesgo de refinanciación. Muchos países se vieron imposibilitados de cumplir con sus compromisos de pago de la deuda externa, y se desató una crisis que duró casi una década. Los países emergentes perdieron acceso al mercado de

capitales voluntario, y la situación recién se regularizó en los años noventa, con la emisión de bonos externos a mediano y largo plazo.

No todos los países fueron afectados por los cambios en el mercado internacional de la misma manera. Los países del Este Asiático, con la excepción de Las Filipinas, pudieron sobrellevar el difícil período manteniendo su acceso al mercado de capitales y así lograron obtener una tasa de crecimiento del PBI per capita del orden de 8% anual durante esa década. Dentro de América Latina, donde la crisis fue particularmente fuerte, también hubo excepciones, siendo Colombia el caso más relevante. Pero lo cierto es que esta fue una crisis generalizada que tuvo profundos efectos sobre el desempeño de las economías de los países en desarrollo y de la forma en que se analiza el riesgo país.

Los años ochenta se conocen como la década perdida en América Latina. Como resultado del ajuste que fue necesario para afrontar el menor financiamiento externo el PBI per capita cayó 0,5% anual en la región. Argentina fue uno de los países más duramente castigados por la crisis; el PBI per capita cayó 2,5% por año durante los ochenta, mientras que la inversión se redujo 7,6% por año y el ahorro cayó a niveles cercanos al 10% del PBI hacia el final de la década, unos de los niveles más bajos que se tenga registro.

Visiones del Riesgo País Luego de la Crisis

La crisis de los ochenta puso de manifiesto que a los efectos de poder afrontar su deuda externa los países tienen dos clases de problemas de naturaleza diferente. Primero, los gobiernos tienen que poseer o poder acceder a divisas, lo que en la literatura se conoce como que tienen que poder efectuar la *transferencia externa*. Segundo, y no menos importante, el sector público tiene que tener la capacidad de generar una posición fiscal con la que pueda afrontar el pago del servicio de la deuda, lo que generalmente se conoce como la *transferencia interna*. En otras palabras, el sector público se puede ver imposibilitado de pagar los servicios de la deuda ya sea porque la economía tiene un fuerte déficit del balance de pagos y no tiene reservas internacionales para financiarlo o porque tiene un déficit fiscal que no puede financiar ni en el mercado doméstico ni en el internacional.

En la crisis de la deuda fue difícil distinguir si el factor clave fue la transferencia

interna o la transferencia externa, debido a que todas las economías que sufrieron la crisis tenían déficits fiscales y de cuenta corriente elevados, y experimentaron una importante fuga de capitales. Dentro de este panorama general hay matices, como el caso chileno, donde el problema central fue un déficit de cuenta corriente del 14% del PBI, sin déficit fiscal pero con una profunda crisis bancaria que llevó a un elevado déficit cuasi-fiscal. En la mayor parte de los países lo que se observó fue una combinación de desequilibrios externos y fiscales.

Un fenómeno adicional que se observó en la crisis de los ochenta fue la fuga de capitales (*capital flight*). O sea que las dificultades de financiamiento originadas por el menor acceso al mercado internacional de capitales fue complicado aún más por la salida de capitales de residentes. Se estima que la fuga de capitales llegó en Méjico a alrededor de 36.000 millones de dólares, en Argentina de 27.000 millones y en Venezuela a 25.000 millones. Esto implicó que el sector público no pudo utilizar el mercado doméstico de capitales para compensar la pérdida del acceso al mercado internacional.

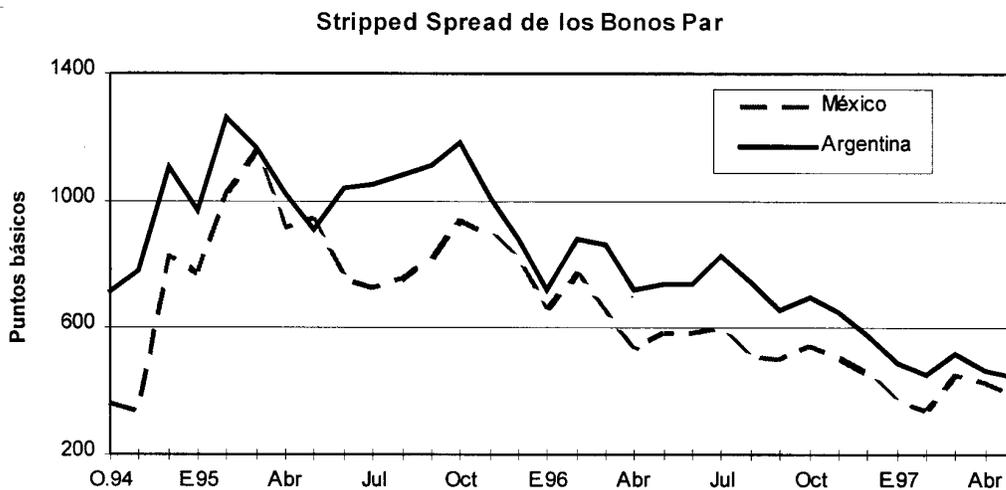
Finalmente, un tema sobre el que también hubo discusión durante la crisis de la deuda fue si los países (o sus gobiernos) tenían un problema de liquidez o uno de solvencia. En última instancia, lo que se trataba de determinar era si los países simplemente necesitaban reestructurar su deuda extendiendo los plazos de repago, o si en realidad estos no tenían la capacidad de repago de la deuda. El primer caso representa un problema de liquidez mientras que el segundo es claramente un problema de solvencia. Aquí nuevamente habría que distinguir si el problema de solvencia es interno (fiscal) o externo (balance de pagos).

Si bien la crisis de la deuda comenzó como un problema de liquidez, la duración de la misma y los costos que ésta implicó para el crecimiento de las economías llevó a que en muchos países (como es el caso de Bolivia) terminara en una crisis de solvencia.

El Efecto Tequila: Una Crisis de Liquidez

La devaluación mejicana de diciembre de 1994, el llamado efecto Tequila, representó un nuevo desafío para la estabilidad de la región. Nuevamente se observó una

importante salida de capitales, seguida por una baja muy fuerte en los precios de las acciones y una suba en los spreads de los bonos. En el gráfico II.1 se puede la suba de los *stripped* spreads de los bonos PAR de Argentina y Méjico que en marzo del 95 superaron los 1.300 puntos básicos. Rápidamente se refrescaron las memorias de los años ochenta y comenzó a especularse acerca de si se podría repetir una crisis externa de dimensiones similares a la que ocurrió en aquel momento.



Dentro de la economías de América Latina las que más sufrieron fueron Méjico y Argentina, y en menor medida Brasil y Perú. Otros países de la región, como Chile y Colombia, prácticamente no fueron afectados por la devaluación mejicana.

A diferencia de la crisis de los ochenta, el impacto efecto Tequila fue mucho más corto. Luego de un verano en la cual se vivió mucha preocupación y una sensación de que algunos países podrían pasar una crisis económica profunda, la situación financiera comenzó a mejorar hacia marzo-abril de 1995, y para principios del 1996 había claros indicios de que la crisis había quedado atrás.

La magnitud de la crisis y la posterior recuperación se pueden observar claramente en los indicadores macroeconómicos de Argentina y Méjico (Cuadro II.2). Ambos países sufrieron una fuerte recesión en 1995 cuando el producto cayó 4,6% en el primero y 6,9% en el segundo, pero esto fue seguido por una rápida recuperación en 1996 con tasas de

crecimiento de 4.4% y 5,1% respectivamente. También los países recuperaron rápidamente el acceso al mercado de capitales. En el caso argentino, esto se logró con la emisión de bonos en Marcos y Yenes en agosto de 1995, sólo ocho meses después de la devaluación mejicana.

Cuadro II.2
Indicadores Macroeconómicos. Méjico y Argentina

Méjico	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Inflación (IPC, promedio anual)	22,7	15,5	9,8	7,0	35,0	34,5
Crecimiento PBI	3,6	2,8	0,7	3,5	-6,9	5,1
Inversión/PBI	23,4	24,4	23,2	23,5	19,4	23,0
Resultado primario/PBI	5,2	5,6	3,7	2,2	5,2	4,0
Gasto (excl. intereses)/PBI	20,6	20,5	22,1	23,2	20,9	20,5
Balanza de Cuenta Corriente/PBI	-5,3	-7,5	-6,6	-8,1	-0,3	-1,1
Deuda externa total (miles de mill. u\$s)	114,1	112,3	131,6	140,0	165,7	165,0
Deuda pública total (m.mill. u\$s)	77,8	71,1	75,0	79,3	94,0	99,7
Deuda externa/Exportaciones (%)	198,4	183,1	195,1	178,9	170,5	155,5
Deuda pública externa/Exportaciones (%)	135,3	115,9	111,2	101,3	96,7	94,0
Deuda externa/PBI (%)	40,4	34,6	36,9	38,4	69,9	62,6
Deuda pública externa/PBI (%)	27,5	21,9	21,0	21,8	39,7	37,8
Reservas Internac. (meses import.)	3,0	2,7	3,3	0,7	2,1	2,1
Argentina	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Inflación (IPC, promedio anual)	171,7	24,9	10,6	4,2	3,4	0,2
Crecimiento PBI	10,5	10,3	6,3	8,5	-4,6	4,4
Inversión/PBI	15,9	19,3	21,0	23,6	20,7	21,5
Resultado primario/PBI	1,8	2,2	2,2	1,0	1,0	-0,2
Gasto (excl. intereses)/PBI	14,9	15,8	16,0	16,6	16,6	15,9
Balanza de Cuenta Corriente/PBI	-1,4	-2,4	-2,7	-3,3	-0,9	-1,3
Deuda externa (miles de mill. u\$s)	58,4	59,1	67,8	79,5	89,7	99,7
Deuda externa pública (m.mill. u\$s)	52,6	50,5	53,4	61,3	67,0	73,6
Deuda externa/Exportaciones (%)	397,3	402,0	434,6	429,7	375,3	367,9
Deuda externa pública/Exportaciones (%)	357,8	343,5	342,3	331,4	280,3	271,6
Deuda externa/PBI (%)	32,2	26,0	26,3	28,2	32,0	33,5
Deuda externa pública/PBI (%)	29,0	22,2	20,7	21,8	23,9	24,7
Reservas Internac. (meses import.)	5,1	6,1	7,4	6,2	6,2	7,7

Fuente: FMI, Banco Mundial, Ministerios de Economía de México y Argentina

Sin duda que las economías latinoamericanas en general, y la Argentina en particular, pudieron superar con mucha mayor facilidad la crisis externa que siguió a la devaluación mejicana que a la crisis de los años ochenta. En otras palabras, lo que podría haber resultado en una nueva crisis larga y profunda esta vez fue superada relativamente rápido y con costos mucho menores

Queda claro que la crisis que siguió al llamado efecto Tequila representó un

problema de liquidez y no uno de solvencia. El principal problema para los países de la región fue buscar mecanismos para reestructurar el perfil de la deuda, lo que se efectuó, por lo menos al principio, con el apoyo de los organismos multilaterales (y en el caso mejicano con la Reserva Federal de Estados Unidos). Una vez que quedó en claro que los países podían afrontar sus compromisos de corto plazo se comenzaron a re-abrir gradualmente los mercados de capitales y de a poco la crisis fue quedando atrás.

Probablemente, el principal motivo que explica la diferencia entre los dos casos es una situación fiscal mucho más sólida en el episodio más reciente. En Argentina, por ejemplo, mientras que el déficit fiscal superaba el 13% del PBI a principios de los ochenta, este sólo representó el 1% del PBI antes del Tequila. Algo similar se observa en Méjico, donde el gobierno tenía abultados déficits fiscales a principios de los ochenta mientras que su situación fiscal era mucho mas sólida en 1994.

¿Existen indicadores que permitan ayudar a evaluar la posibilidad de que un país sufra una crisis de deuda? ¿Cuáles de esos indicadores se pueden utilizar para evaluar la capacidad de pago de un gobierno o país y qué mide cada uno de ellos? ¿Y qué indicadores se pueden emplear para evaluar la liquidez y la solvencia del país y de los gobiernos?

Las calificadoras de riesgo, y muchos organismos financieros públicos y privados han desarrollado indicadores y metodologías para evaluar el riesgo país. En general las evaluaciones se basan en una serie de variables económicas y financieras que tratan de medir la capacidad de pago. En la sección siguiente analizamos algunos indicadores que se utilizan más frecuentemente y discutimos la relevancia de los mismos para medir el riesgo país.

Indicadores del Riesgo País: Lo Bueno, lo Malo y lo que no se Entiende

Las calificadoras de riesgo basan las calificaciones de soberanos en numerosas condiciones económicas, sociales, y políticas. Factores tan diversos como la relación de deuda a exportaciones, la tasa de inflación, la tasa de desempleo, el nivel de ingreso, y la estabilidad política son tomados en cuenta para establecer una evaluación (v.g. Beers

(1997)). También la historia tiene importancia, países que han honrado sus compromisos del servicio de la deuda y por lo tanto han evitado incurrir en incumplimientos (defaults) en general tienen mejores calificaciones que aquellos países que no lo han hecho.

Las variables económicas que tradicionalmente se incluyen en un estudio del riesgo país tienden a medir la capacidad de efectuar las transferencias internas y externas. En general, estas variables se pueden clasificar en tres categorías: i) aquellas que miden la salud de la economía, ii) las que se utilizan para medir la capacidad del sector público de afrontar los servicios de la deuda (la transferencia interna) y iii) aquellas variables que son usadas para medir la capacidad de la economía de obtener divisas y cumplir con sus compromisos en moneda extranjera (la transferencia externa).

A los efectos de determinar la salud de la economía los trabajos existentes se han concentrado en el nivel de ingreso per capita, la tasa de crecimiento de la economía y la tasa de inflación (v.g. Cantor y Packer (1996)). Las tasas de crecimiento e inflación de alguna manera resumen la evolución reciente de la economía y la calidad de las políticas económicas. Es difícil pensar que economías saludables puedan tener altas tasas de inflación o bajas tasas de crecimiento. De igual modo, el nivel de ingreso per capita resume el desarrollo de la economía, lo cual se asocia con una mayor capacidad de recaudar impuestos, de tener un mercado de capitales más desarrollado, un mayor nivel de educación y por ende más respeto por los compromisos existentes.

Existen otras variables que sería importante incluir a los efectos de evaluar la capacidad de pago de un país que no son enfatizadas en los estudios sobre este tema. El desarrollo del mercado de capitales es sin duda un factor importante debido a que tiene un impacto central en la capacidad de refinanciar los vencimientos de la deuda. Países con un sistema bancario más profundo y con inversores institucionales grandes tienen más capacidad de afrontar sus compromisos de pagos. La capacidad de ahorro y el nivel de inversión también son centrales debido a que éstos aseguran la sostenibilidad del crecimiento y la capacidad de financiarlo genuinamente.

El déficit fiscal y la relación de deuda a producto son las principales variables que ayudan a entender la evolución de la deuda pública y por ende la capacidad de pago del gobierno. Un gobierno con déficits fiscales grandes no sólo tiene que refinanciar

vencimientos de deuda sino que además tiene que buscar fondos adicionales para cubrir el bache fiscal. Esto lleva a que la evolución de la relación deuda pública a producto a lo largo del tiempo sea un elemento crucial para evaluar la solvencia del sector público.

Por último, entre los indicadores que miden la capacidad de efectuar la transferencia externa se encuentran las relaciones entre la deuda externa o el servicio de la deuda externa a exportaciones como así también el del stock de reservas internacionales respecto a las importaciones. Países con una alta relación de servicio de la deuda externa a exportaciones suelen ser mas vulnerables, al igual que aquellos que cuenten con menores reservas internacionales. Finalmente, el tamaño del déficit en la cuenta corriente del balance de pagos puede utilizarse como una medida adicional de la vulnerabilidad externa de una economía.

Sería un error utilizar los indicadores que hemos mencionado mecánicamente para así arribar a una evaluación del riesgo país. Existen numerosos trabajos que relacionan los indicadores anteriormente mencionados con las calificaciones que otorgan Moody's y Standard and Poor's y que logran predecir con bastante exactitud las mismas; un tema que analizaremos en más detalle en la próxima sección. Pero el hecho de que puedan predecir una calificación no significa que la calificación sea una medida adecuada del riesgo de *default*.

Además, algunos de los indicadores generalmente utilizados tienen deficiencias importantes. Por ejemplo, cuando se analiza la relación deuda externa-producto simplemente se mira la deuda nominal, sin tener en cuenta si la deuda está emitida a precios de mercado o no, ni si tiene un colateral que cubra el pago del capital, como es el caso de los bonos Brady. Además, el indicador deuda-producto no evalúa la estructura de vencimientos de la misma. No es lo mismo tener vencimientos concentrados en los próximos años que una deuda bien distribuida a lo largo del tiempo, con una alta proporción de la misma a plazos muy largos.

¿En qué medida los indicadores utilizados habitualmente nos hubieran permitido predecir que los problemas de los ochenta eran “estructurales” o de solvencia mientras que los de los noventa eran sólo de liquidez? En los cuadros II.1 y II.2 se muestran algunos de los indicadores de Argentina para ambos períodos. Ciertamente que una buena lectura de

los mismos muestra la gran diferencia que existió entre ambos períodos, y por lo tanto la mayor solidez que muestra la economía en la actualidad para afrontar sus compromisos internos y externos.

En primer lugar, se puede observar del cuadro II.1 que hacia finales de los años setenta y principios de los ochenta la economía argentina daba muestras de claros desequilibrios tanto internos como externos. La inflación continuaba por encima del 100% anual, y la economía mostraba tasas de crecimiento fluctuantes y en promedio bajas. Esta situación se combinaba con déficits en la cuenta corriente del balance de pagos del orden del 7% del PBI y una deuda externa que crecía rápidamente; en 1978 era sólo el 20,7% del PBI y llegó al 29,7% del PBI en 1981. Este aumento en la deuda en gran parte se debió a los abultados déficits fiscales (por encima del 8% del PBI) que llevaron la deuda pública de 8.300 millones de dólares en 1978 a 28.600 millones en 1982.²

La situación era claramente distinta en 1994 (cuadro II.2). Durante los primeros años de la década la economía argentina tuvo déficits fiscales muy pequeños e incluso el fisco generó superávits en algunos años. La inflación se pudo bajar a niveles internacionales mientras que la economía mostró un gran dinamismo con tasas de crecimiento que Argentina no disfrutaba desde hacía muchas décadas. Al mismo tiempo, a pesar de que la economía experimentaba un déficit en su cuenta corriente del balance de pagos, éste estaba acotado y se mantuvo en el 3% del PBI. Dentro de este marco, el crecimiento de la deuda, especialmente de la deuda externa pública, también se mantuvo dentro de parámetros razonables. Su crecimiento del 22,2% del PBI en 1992 a 23,9% del PBI en 1995 se debió principalmente a la consolidación de deudas previsionales y con proveedores del estado que, aunque eran anteriores a 1991, era necesario regularizar. El aumento en la deuda externa privada fue producto de la reapertura de los mercados financieros internacionales, que estuvieron cerrados durante los años ochenta, y de las nuevas oportunidades de inversión que surgieron como resultado de las reformas estructurales.

Las cifras hablan por sí solas y muestran la fortaleza que la economía argentina tenía antes del efecto Tequila: tasas de crecimiento por encima del 8% anual, una tasa de inflación del 4% anual, un déficit fiscal de menos del 1% del PBI y un déficit de cuenta

corriente del 3% del PBI. Mientras tanto la deuda pública total se mantenía por debajo del 30% del PBI, y en su casi totalidad esta deuda era de largo plazo.

Un último factor relevante, que no siempre recibe la atención necesaria, es el tamaño y la estructura de la deuda interna. No hay que olvidar que la devaluación mejicana fue una respuesta a la salida de capitales inducida por un menor deseo de los inversionistas a mantener deuda en pesos. La política del Banco de Méjico de defender la tasa de interés doméstica y esterilizar la salida de capitales mediante emisión monetaria llevó a una importante pérdida de reservas internacionales que finalmente llevó a la decisión de devaluar el Peso. De igual modo, hacia finales de los años setenta y principios de los ochenta el estado tenía una importante deuda interna, gran parte de la cual estaba en cabeza del Banco Central a través de la cuenta Regulación Monetaria. En ambos casos la deuda era mayormente de corto plazo y por ende sujeta a un importante riesgo de refinanciación.

En contraste con los casos mencionados, Argentina no tenía volúmenes importantes de deuda interna de corto plazo al momento de producirse la devaluación mejicana. La ausencia de deuda de corto plazo fue una de las razones que le permitió a la Argentina superar el efecto Tequila sin necesidad de cambiar sus políticas financieras. Este es un hecho que no es suficientemente entendido por las calificadoras, que aducen que la Argentina tiene amortizaciones importantes, cuando en realidad son pequeñas si uno incluye toda la deuda pública.

² Estos datos se basan en el trabajo de Dornbusch y de Pablo (1989).

III. Las Calificadoras de Riesgo

En esta sección describiremos algunas características del mercado de calificación crediticia. En particular, trataremos de aislar los principales factores considerados para establecer el *credit rating* de los países.

El desarrollo del mercado

El desarrollo del mercado de calificaciones de deuda pública experimentó un fuerte crecimiento desde fines de la década anterior, particularmente estimulado por la posibilidad de distintas economías emergentes de acceder al crédito internacional mediante la colocación de bonos con cotización pública. Puede afirmarse que el negocio de las calificaciones de riesgo soberano es relativamente nuevo¹, con lo cual no existe una gran experiencia acerca de la medición precisa del riesgo de que un emisor incumpla sus obligaciones.

Cuadro III.1

Crecimiento del mercado de calificaciones de riesgo soberano

Período	Cantidad de nuevos países calificados	Rating mediano S&P/Moody's
hasta 1975	3	AAA/Aaa
1975-79	9	AAA/Aaa
1980-84	3	AAA/Aaa
1985-89	19	A/A2
1990-94	15	BBB-/Baa3
1995-97	27	BB/Ba1

Fuente: Cantor y Packer (1995) y elaboración propia en base a Moody's y S&P. Con datos hasta abril de 1997

En el cuadro III.1 puede verse que desde 1985 aumenta progresivamente el número de nuevos países calificados. El crecimiento de emisores va acompañado por un deterioro de la calificación mediana asignada por las principales calificadoras (Moody's y Standard

¹ Si bien hacia 1929 Moody's calificaba bonos emitidos por casi 50 países, con la Gran Depresión y la sucesión de incumplimientos que le siguió, el mercado de calificaciones de riesgo soberano quedó reducido significativamente.

and Poor's), indicando la mayor presencia de economías emergentes en los mercados de deuda.

¿En qué medida difieren los ratings asignados por las principales calificadoras? Dado que el mercado de calificaciones se ha desarrollado recientemente, no debería sorprender cierto grado de desacuerdo entre los distintos calificadores. Larrain y otros (1997) destacan que S&P tiene en promedio calificaciones de riesgo soberano 0.18 puntos superiores a Moody's (la más exigente), mientras que el máximo desvío en una calificación individual es de 2 puntos por encima o por debajo de esta². El resto de agencias, califica en promedio 1.36 puntos por encima de Moody's, con una discrepancia máxima respecto de ella de 3.2 puntos por encima y una mínima de 0.1 puntos por debajo (ver cuadro III.2). La explicación que brindan para este comportamiento, es que el mercado de calificadoras es básicamente un duopolio, con el resto de compañías intentando ganar participación en él, y por tanto siendo más generosas a la hora de evaluar el riesgo.

Cuadro III.2

La medida del desacuerdo entre calificadoras

	Moody's	S&P	Otras
Puntos Promedio de los ratings asignados por encima de Moody's		0,18	1,36
Mayor diferencia en rating respecto a Moody's por encima		2	3,2
por debajo		2	0,1
Número de observac.	49	45	24

Fuente: G. Larrain; H. Reisen y J. Von Maltzan.

² Cada punto es la mínima diferencia entre las notas equivalentes de cada calificadora. Por ejemplo, es la diferencia entre BB y BB+ para S&P, o entre Aa1 y Aa2 para Moody's.

Pero ciertamente, el desacuerdo no se produce solamente en las calificaciones de riesgo soberano, ni es independiente del riesgo asignado al deudor. El cuadro III.3, tomado de Cantor y Packer (1995) y actualizado con nueva información, es ilustrativo acerca de dónde se producen los desacuerdos con mayor asiduidad.

En promedio, el consenso entre Moody's y S&P es del orden del 40% en las calificaciones de crédito de empresas y del 53% en el caso de sovereigns.³ En calificaciones de empresas, los ratings de las dos principales agencias son iguales en el 53% de los casos, para empresas calificadas AA o superior, mientras que en el segmento de soberanos, el acuerdo alcanza al 69%. Pero es destacable que cuando los ratings asignados son menores, el consenso se reduce. Para calificaciones *investment grade* pero inferiores al AA, el acuerdo alcanza al 36% de los casos y asciende al 41/43% para el caso de calificaciones menores al *investment grade*, no existiendo diferencias apreciables según se trate de países o empresas. Adicionalmente, puede destacarse que dentro de los países calificados como AA o superior por ambas agencias, el desacuerdo nunca supera un punto de rating, mientras que en el resto de los países calificados, el máximo desacuerdo asciende a tres puntos.

Cuadro III.3

La medida del desacuerdo entre calificadoras II

Categorías de riesgo crediticio	Participación en el total		Calificados de la misma forma por Moody's y S&P	
	Países	Empresas	Países	Empresas
AA/Aa y superiores	45	12	69	53
Otros investment grade	27	48	36	36
Menor a investment grade	28	40	43	41
Total	100	100	53	40

Fuente: Cantor y Packer (1995) y elaboración propia.

Los criterios de calificación

³ Consenso, significa aquí igual calificación por parte de las dos empresas.

El rating crediticio obtenido por un instrumento de deuda, es una opinión acerca de las posibilidades de pago por parte del emisor, de los servicios de renta y amortización de dicho instrumento en las condiciones pactadas. El análisis de las posibilidades de pago en el caso de obligaciones emitidas por el sector privado, se concentra en la capacidad de generar excedentes financieros futuros por parte del emisor. Dado que los costos de incumplir sus obligaciones son altos -por ejemplo el pedido de quiebra al deudor-, se descuenta que el emisor hará todo lo que esté a su alcance para pagar. Evaluar la probabilidad de pago es entonces una cuestión técnica.

En el caso de obligaciones emitidas por un Estado, se incorpora en el análisis la voluntad de pago. La razón de ello es que puede haber circunstancias políticas de orden interno o externo, que junto a la debilidad -cierta o presunta- del régimen sancionatorio contra países, haga que los costos del *default* no sean considerados demasiado altos por las autoridades políticas de los mismos. Este elemento, evaluar la voluntad de pago, introduce necesariamente cierta subjetividad en el análisis, dado que es esencialmente cualitativo.

De la lectura de sus publicaciones se deduce que las calificadoras de riesgo intentan hacer un análisis profundo de cada país, en lo referente a la posibilidad y voluntad de pago, cuando definen el riesgo crediticio. Un listado indicativo de los tópicos analizados se presenta en el cuadro III.4.

Ante tanta cantidad de variables y aspectos que surgen al analizarlas, resulta relevante plantearse la existencia de algunas variables clave en el proceso de calificación. Tal selección puede realizarse simplemente observando los resúmenes informativos de las calificadoras o bien intentando explicar el rating crediticio en base a los valores de las variables macroeconómicas de cada país. En el cuadro III.5, presentamos los valores de diversas variables macroeconómicas que muestran los países calificados, agrupados en categorías de riesgo según Moody's y S&P.

Cuadro III.4
Perfil de la metodología de calificación soberana

RIESGO ECONÓMICO

- Sistema y estructura económica
 - Economía de mercado o planificada
 - Dotaciones de recursos, grado de diversificación
 - Tamaño, composición del ahorro y la inversión
 - Tasa y características del crecimiento económico

- Política fiscal y deuda pública
 - Balance fiscal del sector público
 - Composición de la deuda en las distintas monedas extranjeras, estructura de la deuda pública
 - Costo fiscal de la Deuda pública y el pago de intereses
 - Pasivos contingentes

- Política monetaria e inflación
 - Tendencias en la inflación
 - Tasas de crecimiento del dinero y el crédito
 - Política cambiaria
 - Grado de autonomía del banco central

- Flexibilidad de la balanza de pagos
 - Impacto sobre las cuentas externas de las políticas monetarias y fiscales
 - Estructura, performance y respuesta de la cuenta corriente
 - Tamaño y composición de los flujos de capital

- Posición financiera externa
 - Tamaño y composición en las distintas monedas de la deuda externa pública y privada
 - Estructura de madurez y carga de servicio de deuda
 - Nivel, composición de las reservas y otros activos

RIESGO POLITICO

- Sistema político
 - Forma de gobierno y adaptabilidad de las instituciones
 - Grado de participación popular
 - Orden en la sucesión de los mandatos
 - Grado de consenso sobre los objetivos de política económica
 - Historia de cumplimiento del servicio de deuda

- Ambiente social
 - Estándares de vida, distribución del ingreso y la riqueza
 - Condiciones del mercado laboral
 - Características culturales y demográficas

- Relaciones internacionales
 - Integración en el sistema comercial y financiero mundial

Fuente: Beers (1997)

Cuadro III.5

Valores promedio de variables macroeconomicas seleccionadas

Países agrupados según la calificación otorgada por Moody's y Standard and Poor's

Cantidad de países	9	14	10	13	10	3
Agrupados según Moody's	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B
Balance fiscal/PBI	-2,8	-2,0	-1,3	-6,9	-2,2	-11,1
Tasa crecimiento PBI real	1,8	2,9	5,3	4,1	2,1	4,0
Inflación (CPI)	2,5	2,7	6,7	9,4	39,1	296,2
Tasa desempleo	6,2	10,5	3,3	11,6	12,7	5,9
Inversión Bruta / PBI	22,8	19,4	30,7	23,6	21,1	19,1
Ahorro doméstico bruto/PBI	24,8	22,9	29,3	24,0	17,3	16,9
Deuda pública total/PBI	45,7	69,4	32,8	46,2	62,5	51,7
Deuda en moneda extranjera/PBI	37,4	37,0	30,4	33,5	46,2	38,6
Deuda en moneda extranjera/Expo	85,4	94,5	66,7	115,7	153,6	296,0
Balance en Cuenta corriente/PBI	1,4	1,8	-1,7	-5,1	-2,1	-2,3
Balance Comercial /PBI	0,2	1,6	-5,1	-2,2	-7,8	-0,7
M2/PBI	89,8	57,0	79,9	54,1	44,5	31,0
Gasto Público/PBI	33,4	34,2	30,7	36,3	29,2	18,8
Ingresos Públicos/PBI	31,2	31,3	29,1	28,8	27,0	16,6
Exportaciones más importaciones/PBI	42,9	53,6	106,8	74,5	77,9	28,2
PBI per cápita (US\$)	30.964	22.399	10.883	4.985	3.540	4.495
Capitalización bursatil/PBI	90,0	73,0	115,0	57,0	46,0	23,0
Cantidad de países	11	15	7	4	9	5
Agrupados según S&P	AAA	AA	A	BBB	BB	B
Balance fiscal/PBI	-0,6	-3,6	-0,2	-2,8	-2,4	-9,0
Tasa crecimiento PBI real	2,6	2,8	4,8	6,1	2,5	3,8
Inflación (CPI)	2,4	3,2	7,6	10,1	16,8	206,9
Tasa desempleo	6,1	9,3	3,7	11,5	17,3	7,3
Inversión Bruta / PBI	23,7	20,2	29,9	29,0	20,5	21,8
Ahorro doméstico bruto/PBI	27,1	21,7	28,5	28,0	18,4	18,3
Deuda pública total/PBI	49,7	65,1	24,9	49,4	53,3	69,9
Deuda en moneda extranjera/PBI	34,5	37,1	36,2	33,4	39,5	55,9
Deuda en moneda extranjera/Expo	79,2	30,2	76,0	122,7	190,8	207,9
Balance en Cuenta corriente/PBI	2,6	0,1	-2,6	-1,3	-2,4	-2,7
Balance Comercial /PBI	0,3	0,2	-5,7	-2,3	-2,6	-7,1
M2/PBI	86,3	18,1	79,7	55,3	44,6	47,4
Gasto Público/PBI	32,7	10,7	27,1	22,1	30,3	25,1
Ingresos Públicos/PBI	31,3	9,5	26,6	22,7	27,8	22,0
Exportaciones más importaciones/PBI	43,4	12,8	131,1	48,7	50,8	67,8
PBI per cápita (US\$)	30.394	6.046	10.888	3.595	3.443	2.643
Capitalización bursatil/PBI	0,9	0,6	1,5	0,3	0,6	0,4

Fuente : Elaboración propia en base a : Moody's, Standard & Poors, Banco Mundial, FMI, Merrill Lynch y OECD.

Para aislar variables decisivas en el proceso de calificación hemos seguido dos caminos. En primer lugar agrupamos la muestra de países calificados por Moody's y S&P entre los que poseen calificación *investment grade* y los que no la alcanzan. Evaluamos entonces, qué variables se distribuyen estadísticamente de manera distinta entre los dos grupos. En segundo lugar, siguiendo el trabajo de Cantor y Packer (1996) estimamos un

modelo donde el rating crediticio es explicado por los valores de las distintas variables macroeconómicas. La utilidad de este tipo de modelos reside en el hecho de que nos permite ver con más detalle como ponderan las calificadoras a la distintas variables.

El grado de inversión

El “aprobado” en materia de calificación de riesgo, viene dado por considerar a los instrumentos emitidos por un país, como grado de inversión (*investment grade*). Ello implica que el emisor tiene adecuada capacidad de pago y su representación en letras implica alcanzar Baa3 para Moody’s o BBB- para el resto de las calificadoras.

¿Cómo aislar las características que distinguen a los países que han alcanzado el grado de inversión para las calificadoras de riesgo? Para llevar a cabo esta tarea, utilizamos una prueba no paramétrica (prueba U de Mann-Whitney) que nos permite apreciar las diferencias en la distribución estadística de cada variable macroeconómica analizada entre los países que han alcanzado la calificación *investment grade* (IG) y los que no lo han hecho (NIG). La hipótesis nula de este test afirma que la distribución de la variable considerada es similar para ambos subgrupos, mientras que como hipótesis alternativa puede plantearse que la distribución de la variable del grupo IG se encuentra a la izquierda o a la derecha de la del grupo NIG⁴. El cuadro III.6 resume el resultado de las pruebas, que se realizaron considerando tanto las calificaciones de Moody’s como las de S&P.

Encontramos como conclusión que los países que han alcanzado el grado de inversión poseen las siguientes características:

- Menor tasa de desempleo
- Mayor PBI per cápita
- Menor tasa de inflación
- Mayor ahorro doméstico
- Menor deuda externa en términos de exportaciones
- Mayor grado de monetización
- Mayor tamaño del mercado de capitales (capitalización bursátil / PBI)

⁴ Una descripción detallada de este test puede encontrarse en Mendenhall (1986). Como aplicación del mismo vease Dabós (1995).

- Menor déficit comercial (para S&P)

Por el contrario, no existen diferencias significativas en lo que respecta a:

- Déficit fiscal
- Crecimiento del PBI
- Nivel de inversión bruta
- Deuda total o en moneda extranjera sobre el PBI
- Resultado de la cuenta corriente
- Participación del sector público en la economía (medido como gasto o ingresos sobre el PBI)
- Nivel de apertura comercial

Cuadro III.6

Resultados de la prueba U de Mann-Whitney

Descripción de las hipótesis

H₀: las distribuciones de frecuencias relativas para los países Investment Grade y los Non Investment Grade son idénticas

H_{A1}: la distribución de frecuencias para los países IG está desfasada a la izquierda de la de los NIG

H_{A2}: la distribución de frecuencias para los países IG está desfasada a la derecha de la de los NIG

Variable	Agrupación de países según Moody's				Agrupación de países según Standard & Poor's			
	Valor Promedio		Test de Hipótesis		Valor Promedio		Test de Hipótesis	
	IG	NIG	H.alternativa	Resultado	IG	NIG	H.alternativa	Resultado
Balance Fiscal % PBI	-3,4	-4,3	H _{A2}	Acepta H ₀	-2,0	-4,7	H _{A2}	Acepta H ₀
Tasa crec. PBI real	3,5	2,5	H _{A2}	Acepta H ₀	3,4	2,9	H _{A2}	Acepta H ₀
Inflación (CPI)	5,4	98,4	H _{A1}	Rechaza H ₀	5,4	84,7	H _{A1}	Rechaza H ₀
Tasa de desempleo	8,4	11,2	H _{A1}	Rechaza H ₀	7,7	12,3	H _{A1}	Rechaza H ₀
Inversión Bruta % PBI	23,7	20,7	H _{A2}	Acepta H ₀	24,0	21,0	H _{A2}	Acepta H ₀
Ahorro dom.Bruto % PBI	25,1	17,2	H _{A2}	Rechaza H ₀	25,3	18,4	H _{A2}	Rechaza H ₀
Deuda Pública Total % PBI	51,1	60,8	H _{A1}	Acepta H ₀	51,2	59,2	H _{A1}	Acepta H ₀
Deuda Moneda Ext. % PBI	34,6	44,4	H _{A1}	Acepta H ₀	35,8	45,4	H _{A1}	Acepta H ₀
Deuda Moneda Ext. % Expo	92,8	176,5	H _{A1}	Rechaza H ₀	93,2	187,6	H _{A1}	Rechaza H ₀
Bce. Cta. Corriente % PBI	-1,0	-2,1	H _{A2}	Acepta H ₀	0,3	-2,5	H _{A2}	Rechaza H ₀
Bza. Comercial % PBI	-1,2	-6,2	H _{A2}	Acepta H ₀	-1,1	-4,2	H _{A2}	Acepta H ₀
M2 % PBI	68,9	41,4	H _{A2}	Rechaza H ₀	72,7	45,6	H _{A2}	Rechaza H ₀
Gasto % PBI	33,8	26,4	H _{A2}	Acepta H ₀	31,1	28,5	H _{A2}	Acepta H ₀
Ingreso % PBI	30,1	24,4	H _{A2}	Acepta H ₀	29,2	25,7	H _{A2}	Acepta H ₀
(Expo+ Impo) % PBI	67,4	66,5	H _{A2}	Acepta H ₀	64,1	57,9	H _{A2}	Acepta H ₀
Capitalización Merc. % PBI	80,8	41,2	H _{A2}	Rechaza H ₀	81,0	41,0	H _{A2}	Rechaza H ₀
PBN per Cápita	16.650	3.779	H _{A2}	Rechaza H ₀	19.328	3.158	H _{A2}	Rechaza H ₀

IG: países con calificación Investment Grade

NIG: países con calificación menor a Investment Grade

Modelo econométrico para explicar las calificaciones

Como alternativa al análisis anterior, estimamos un modelo para explicar el rating que asigna cada calificadora. La variable a explicar es la calificación crediticia. Para obtener una representación numérica de la misma se realizó una transformación lineal del rating asignado, adoptándose un valor de 1 a la máxima calificación (AAA/Aaa) y de 16 para la peor calificación (B-/B3).

La variable así definida se explicó por los valores de distintas variables macroeconómicas, cuya selección se realizó en principio en base a los resultados obtenidos con la prueba de Mann-Whitney. Se incorporaron además -siguiendo el trabajo de Cantor y Packer (1996)-variables binarias que contemplan el grado de desarrollo de los países (FMI) y la historia de cumplimiento de sus obligaciones. El mejor ajuste para las calificaciones de riesgo de Moody's, S&P y el promedio de ambas, se presenta en cuadro III.7.

Las conclusiones más destacadas de este análisis son las siguientes:

a. La bondad del ajuste medida por el coeficiente de determinación resulta satisfactoria (entre 87 y 94%). El error standard de la regresión es de 1.12 para la estimación del rating promedio asignado a los países por Moody's y S&P.

b. Las variables macroeconómicas más importantes resultan ser: PBI per cápita (a mayor PBI per cápita, mayor calificación), tasa de inflación (a mayor inflación menor calificación), endeudamiento externo sobre exportaciones (cuanto mayor, menor calificación), crecimiento del producto (cuanto mayor, mayor calificación), saldo de la balanza comercial y el grado de profundización financiera (cuanto mayor, mayor calificación), medido por ratio M2/PBI.

Cuadro III.7
Determinantes del Riesgo Soberano

	Variable dependiente		
	Rating promedio	Rating de Moody's	Rating de S&P
Intercepto	17,1	14,9	18,8
PBI per Cápita (logaritmo)	-1,52	-1,15	-1,69
Crecimiento del PBI	-0,17	-0,09	-0,2
Inflación (logaritmo)	0,71	0,41	0,68
Resultado del Balance comercial	-0,12	-0,11	-0,1
Deuda Externa/Exportaciones	0,007	0,004	0,007
Indicador de desarrollo	-1,27	-2,51	-1,19
Indicador de Default	1,63	1,54	2,01
M2/PBI (logaritmo)	-2,26	-2,61	-1,95
R2 ajustado	94%	87%	91%
Error Standard de estimación	1,12	1,56	1,34
Nro de observaciones	44	52	44

Los coeficientes en negrita resultan significativos al 5%

Nota: La escala de ratings fue elaborada asignando un 1 a la calificación B- o y aumentando en 1 por cada punto de mejora hasta llegar a AAA=16.

c. El haber incumplido los compromisos externos en el pasado, implica tener una calificación de riesgo dos puntos peor que la que indicarían las variables macroeconómicas (la diferencia entre un BBB- y un BB). Pertenecer al club de los países desarrollados, tal como lo mide el FMI, implica mejorar la calificación crediticia en un punto.

d. El resultado de las regresiones para Argentina, indicaría que el rating teórico del país sería BB.

El costo de la calificación crediticia

¿Cuánto cuesta una mala nota? Influyen las calificaciones en la cotización de los bonos de deuda soberana? El cambio del spread ante una peor calificación es igual en el caso de empresas que en el de países?

Los trabajos realizados hasta el presente encuentran una significativa correlación entre calificaciones crediticias y rendimiento de las obligaciones emitidas tanto por empresas como por países. Los principales bancos de inversión publican frecuentemente en sus informes de mercados los resultados de sus investigaciones (véase por ejemplo los trabajos de Goldman Sachs y ING).

El cuadro III.8 resume las diferencias en el costo de emisión de deuda para obligaciones de empresas. Puede verse que en el caso de obligaciones emitidas por empresas BBB, el costo es 50 puntos básicos por encima de una AAA, no existiendo sustanciales diferencias entre 1 y 4 años de plazo (se trata de emisiones de bonos cero cupón, por lo cual el plazo es igual a la *modified duration* del instrumento). Salir del grado de inversión por su parte, implica afrontar un sobre costo de 200 puntos básicos sobre AAA, notándose en este caso una leve tendencia creciente del spread frente a la duración del instrumento.

Cuadro III.8
El costo de la calidad crediticia
Segmento empresas

	Duración			
	1 año	2 años	3 años	4 años
Tasa de interés para una obligación AAA	3,6	4,17	4,73	5,12
Spread de una obligación BBB sobre una AAA (basis points)	50	50	52	51
Spread de una obligación BB sobre una AAA (basis points)	195	185	205	215
Spread de una obligación BB sobre una BBB (basis points)	145	135	153	164

Fuente: Elaboración propia en base a datos de SBC Warburg

Indudablemente, los beneficios marginales de una mejor calificación son mayores mientras se esté fuera del grado de inversión. Alcanzarlo implica un ahorro en 150 puntos básicos en la tasa de interés a pagar por el endeudamiento.

En el caso bonos soberanos las conclusiones son similares en cuanto existe una alta correlación entre el rendimiento y la calificación crediticia. Sin embargo, análisis previos (ver Cantor y Packer (1995)) permiten resaltar algunas diferencias:

a. en general los rendimientos de bonos soberanos son superiores a los que observan las obligaciones de empresas, diferencia que es creciente a medida que empeora la calificación crediticia.

b. en condiciones de mercado adversas (por ejemplo, durante la crisis del Tequila) los rendimientos adquieren mayor volatilidad en el caso de obligaciones calificadas por debajo del *investment grade*.

Ambas características sugieren que en el caso de riesgo soberano, los mercados incorporan en el *pricing* de los bonos consideraciones adicionales a la calificación crediticia. Nuestras estimaciones brindan una confirmación de lo dicho previamente. Con una muestra de 73 observaciones, intentamos explicar el spread de bonos soberanos en base a la calificación y el plazo del instrumento⁵. En el cuadro III.9 se resumen los resultados de las estimaciones. Las regresiones 1 y 2 explican el spread en función del rating de Moody's y de S&P respectivamente. Dado que suponemos que el spread crece en forma creciente al disminuir la calificación, optamos por utilizar el logaritmo del spread como variable explicada. Los niveles de bondad de ajuste no son del todo satisfactorios, indicando que otras variables mejorarían la estimación, por lo que consideramos a nuestros resultados como muy preliminares.

⁵ La mejor definición de plazo a los efectos de esta estimación es la *modified duration* de cada bono considerado, pero al no contar con esta variable para todos los bonos utilizamos el logaritmo del tiempo al vencimiento como una aproximación.

Cuadro III.9
Resultado de las regresiones
Variable explicada: Spread

	Regresión	
	(1)	(2)
Intercepto	1,828	1,724
Rating	0,241	
Plazo (logaritmo)	0,377	
R2 ajustado	74%	
Error Standard de Estimación	0,346	

Todos los coeficientes resultan significativos al 5%

Regresión 1: $\text{Log}(\text{Spread}) = a + b \text{ Rating Moody's} + c \text{ Plazo}$

Regresión 2: $\text{Log}(\text{Spread}) = a + b \text{ Rating S\&P} + c \text{ Plazo}$

En el cuadro III.10 vemos el spread resultante para bonos de 5 y 10 años. Para obligaciones BBB el spread estimado por encima de la tasa de bonos americanos es del orden de 100 puntos básicos en bonos de 5 años y de 130 puntos básicos para obligaciones a 10 años. En el caso de obligaciones BB, el costo se incrementa entre 100 y 155 puntos adicionales respectivamente.

Cuadro III.10
El costo de la calificación crediticia
Segmento soberanos
Spread sobre US Treasuries, puntos básicos

Calificación	Plazo	
	5 años	10 años
BBB	100/103	130/132
BB	206/224	267/287
B	424/486	551/624
Spread BB-BBB	106/121	138/155
Spread B-BBB	324/383	421/492

Se muestran los resultados de la regresión 1/regresión 2

IV. Argentina rumbo a “Investment Grade”

El progreso observado en los indicadores macroeconómicos en los años noventa aún no se ha reflejado totalmente en una mejora de la calificación crediticia por parte de las calificadoras de riesgo. Standard and Poor's sólo muy recientemente ha mejorado su calificación a BB mientras que Moody's ha mantenido su calificación invariable desde 1992, a pesar de los claros progresos que se han logrado en la consolidación de las cuentas fiscales y la notoria mejoría que ha conseguido Argentina en su acceso al mercado de capitales y en mejorar la solvencia del sistema financiero. Por su parte, Duff & Phelps, tampoco ha cambiado su calificación recientemente aunque reconoce las mejoras ocurridas en la economía argentina.

Un estudio reciente del banco de inversión Goldman Sachs muestra que la Argentina tiene indicadores económicos mejores que muchos de los países que ya son considerados investment grade.¹ Como se puede ver en el cuadro IV.1, reproducido del estudio mencionado, de los ocho indicadores considerados, la Argentina tiene mejor performance en siete de ellos con respecto a países que ostentan una calificación BBB, y sólo en uno, nuestro país tiene una performance inferior a la de estos países.

Cuadro IV.1

Indicadores Macroeconómicos Seleccionados. Argentina y distintas categorías crediticias

	Argentina	AA	A	BBB	BB	BB-
PBI per capita	8.666	20.426	11.715	4.981	2.937	1.920
Crecimiento del PBI	4,4	3,2	5,5	4,2	3,4	1,6
Inflación (%)	0,1	2,8	7	11,6	19,2	34,8
Balance Fiscal	-1,9	-2,5	-1,1	-3,0	-2,6	-2,9
Deuda Pública/PBI	30,2	70,7	34,0	47,0	45,0	41,7
Deuda Externa/Exportación (%)	283,3	144,0	115,0	146,0	147,0	115,8
Cuenta corriente/PBI	-1,3	0,9	-4,3	-4,4	-1,8	-2,4
Reservas Internacionales/Importación (meses)	9,3	2,9	4,0	5,0	3,0	2,3

Nota: AA corresponde al promedio para calificaciones AA-, AA, y AA+. Idem para A, BBB, y BB.

Fuente: Goldman Sachs

¹ Ver Goldman Sachs (1997).

Los indicadores del déficit fiscal y de la inflación son comparables o aún mejores que los de los países investment grade. De igual modo, Argentina tiene una relación deuda producto relativamente baja para los estándares internacionales y su déficit en cuenta corriente es pequeño. La relación deuda externa-exportaciones es el único indicador donde Argentina no tiene una performance comparable a la de otros países. Pero incluso en este área hay razones que muestran que este indicador no refleja como en otros países la capacidad de generar divisas, y que al mismo tiempo el dinamismo de las exportaciones argentinas está llevando a una rápida mejoría en este área.

La apariencia de una alta relación deuda a exportaciones en Argentina es, sin embargo, engañosa. Argentina tiene una economía con una estructura de producción muy diversificada y por ende es de esperar que tenga menos comercio internacional que otra economía que produzca muy pocos bienes transables. Este tipo de economía va a tener necesariamente más comercio internacional debido a que necesita importar gran cantidad de bienes tanto para consumo como para inversión. Este hecho se ve muy claramente en economías pequeñas, y por tanto con poca capacidad de diversificación, que por lo general tienen una mayor relación de exportaciones a producto. Por ejemplo, mientras que Alemania y Francia exportan el equivalente 22% de su producto bruto interno, Holanda y Bélgica exportan el equivalente a más del 50% del PBI, o mientras que en Canadá las exportaciones representan el 30% del PBI, en Estados Unidos éstas representan sólo el 10% del PBI. Esto en ningún caso se ha interpretado como que Estados Unidos tiene menor capacidad de repago que Canadá ni que Alemania o Francia tienen menor capacidad de pagar el servicio de la deuda externa que Holanda o Bélgica. Sin embargo, una lectura mecanicista de los ratios puede llevar a una visión errónea en este sentido.

En el caso argentino lo más relevante es la producción de bienes transables, y no los efectivamente transados. Nuestras estimaciones indican que el total de bienes transables representan entre un 45 y un 55% del PBI², o sea, una cifra comparable con la de países como Canadá, Grecia, Méjico o Venezuela (según datos publicados por el Banco Mundial). En este sentido la Argentina tiene una capacidad mucho mayor de pago que la que indica el

² Estas estimaciones surgen de una producción de agricultura e industria del orden del 35% del producto, a la cual habría que agregarle la producción minera más la de servicios transables (tales como fletes, turismo,

ratio deuda-exportaciones y comparable con la de otras economías que generalmente son consideradas “sólidas”.

También existen algunas ideas erróneas en cuanto al tamaño de la deuda. Argentina tiene una deuda pública relativamente pequeña, de sólo el 32% del PBI, y muy inferior al de la mayor parte de los países con mejores calificaciones crediticias. Sin embargo, hay analistas y calificadoras de riesgo que consideran que nuestro país tiene una deuda elevada. ¿A qué se debe esta confusión? Consideramos que hay dos razones que pueden explicar este hecho y que se resumen en el cuadro IV.2. Primero, la mayor parte de los organismos internacionales, de los bancos de inversión y de las calificadoras de riesgo se concentran en la relación deuda externa a exportaciones o deuda externa a PBI. Argentina tiene una deuda externa que muy probablemente es menor o similar al de muchos otros países, pero tiene una deuda interna, pequeña. Por lo tanto, aquellos que miran los números en forma mecanicista y no se fijan en la deuda pública total encuentran que Argentina no tiene una deuda tan baja.³ En otras palabras Argentina es muchas veces penalizada por tener poca deuda interna (sólo el 24%) y poca deuda de corto plazo (2.3% del total).

Una segunda fuente de confusión en el caso argentino se debe a la elevada dolarización de la economía, que llevó a que gran parte de la deuda esté denominada en dólares. Algunos analistas confunden deuda en dólares con deuda externa, sin distinguir si el acreedor es un residente argentino o extranjero. Hoy es claro que hay deuda en pesos que es deuda externa y deuda en dólares que es deuda interna. Este ajuste es importante debido a que si no se hace se tiende a sobre-estimar el peso de la deuda externa argentina. En el caso de la deuda en dólares y otras monedas extranjeras, la deuda total se reduce de aproximadamente 88.000 millones a unos 67.000 millones.

servicios financieros, etc.).

³ Simplemente basta con ver los informes de Moody's y Standard and Poor's, o los del Fondo Monetario Internacional que rara vez incluyen la deuda interna de corto y largo plazo.

Cuadro IV.2
Características de la deuda argentina

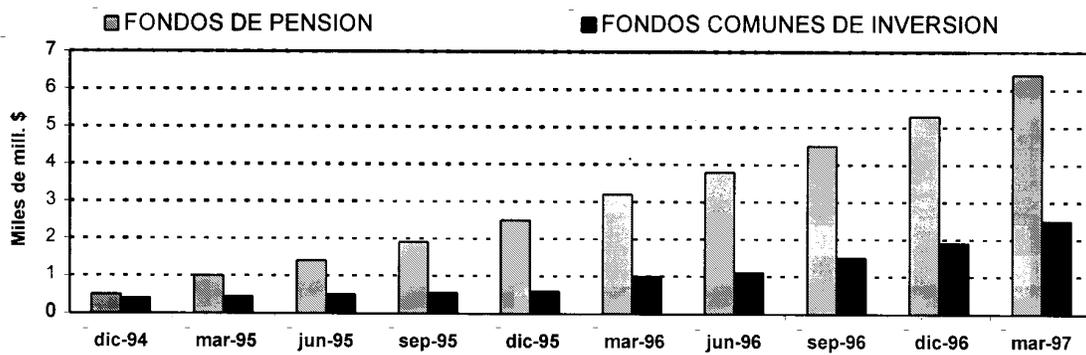
Composición por monedas	
en pesos	8,7
en moneda extranjera	91,3
Composición por plazo al momento de emisión	
Corto plazo	2,3
Largo plazo	97,7
Distribución de las tenencias	
Residentes	24
No residentes	76

Una consideración importante es que por lo general no se toma en cuenta que para algunos bonos Brady el estado tiene activos que aseguran el pago del capital al vencimiento. Los bonos Par y Discount tienen asegurado el repago del capital con bonos cero-cupón que le fueron comprados al tesoro americano para amortizar el capital cuando los mismos venzan de aquí a 26 años. Esos bonos cupón cero no pueden tener otra aplicación que el pago de esos bonos Brady; en el cómputo de la deuda se debería netear el valor de los cero cupones al momento del vencimiento. Si hiciéramos ese ajuste encontraríamos que la deuda pública total se reduce en 15.800 millones de dólares, con lo cual la relación deuda pública a producto cae en cinco puntos porcentuales y la relación de deuda externa a exportaciones cae de 367 % a 309 %.

Finalmente hay que tener en cuenta que la capacidad de financiación del estado nacional, del sector privado y del resto del sector público está aumentando significativamente debido al rápido crecimiento del mercado de capitales argentino (gráfico IV.1). Dentro de ese contexto son particularmente importantes el crecimiento de los bancos, de los fondos de pensión (las AFJP), de los fondos mutuos de inversión, de las compañías de seguros. Nuestras proyecciones indican que el tamaño del mercado financiero se duplicará para el año 2.000, con lo cual aumentará la capacidad de financiamiento en el mercado local y por lo tanto bajará la vulnerabilidad externa.

En conclusión, la robustez de los indicadores macroeconómicos argentinos, acompañados por una política de endeudamiento adecuada y un fuerte crecimiento del mercado de capitales indican que Argentina tiene todos los ingredientes para alcanzar el grado de *investment grade* en el futuro cercano.

CARTERA DE INVERSORES INSTITUCIONALES EN EL PAIS



V. Conclusiones

Del análisis efectuado en las secciones anteriores de este trabajo se desprenden algunas conclusiones importantes, que tienen implicaciones para el diseño de políticas económicas. En primer lugar, nuestro análisis sugiere que el equilibrio macroeconómico reflejado en una baja de tasa inflación, una posición fiscal robusta, un déficit de cuenta corriente razonable y un sistema financiero saludable son factores necesarios para superar una crisis externa. En el caso argentino, la mayor fortaleza de la situación fiscal, la menor tasa de inflación y la mayor solvencia y liquidez del sistema financiero son los factores que permitieron una mejor recuperación de la crisis generada por el efecto Tequila que de la crisis de la deuda de los años ochenta.

La implicación de política económica es que es fundamental mantener la solidez de las cuentas fiscales y aprovechar el crecimiento de la economía para restablecer el equilibrio fiscal. Al mismo tiempo, es necesario continuar con el fortalecimiento del sistema financiero. El marco regulatorio prudencial que ha venido poniendo en práctica el Banco Central tendiente a mejorar la liquidez y la solvencia del sistema financiero es claramente apropiado y robustece a la economía en su conjunto.

A los efectos de continuar nuestro camino hacia el *investment grade* también van a ayudar el crecimiento del mercado de capitales, especialmente el de los bancos e inversores institucionales. La continuación del proceso de remonetización y la creciente participación de los fondos de pensión, los fondos comunes de inversión y otros inversores institucionales claramente ayudarán en este objetivo.

Finalmente, también es importante la decisión reciente de S&P de permitirle a algunas empresas argentinas superar el techo de calificación de la República. S&P tomó esa decisión debido a que Argentina es una economía altamente dolarizada y con libre convertibilidad tanto en la cuenta corriente como en la cuenta de capital. En la práctica la decisión de S&P implica un voto de confianza a las políticas económicas argentinas. Sería difícil otorgarles una calificación *investment grade* si no se esperara la continuidad de un marco de estabilidad económica y de las actuales políticas económicas.

Anexo 1

Definición de variables utilizadas

Balance fiscal: el promedio desde 1991 hasta 1996 del balance del presupuesto financiero agregado para el gobierno general (central, provincial y local) en base a las cuentas nacionales, como porcentaje del PBI. Fuente: Moody's.

Tasa de crecimiento del PBI real: el promedio desde 1991 hasta 1996 del porcentaje anual de cambio en la producción doméstica total anual de bienes y servicios de la economía a precios constantes. Fuente: Moody's.

Inflación (CPI): el promedio desde 1991 hasta 1996 del porcentaje anual de cambio en los precios de un set específico de bienes del consumidor comprados por un consumidor tipo regularmente. Fuente: Moody's.

Tasa de desempleo: el promedio desde 1991 hasta 1996 del porcentaje de la fuerza laboral que está desempleada. Fuente: Moody's.

Inversión / PBI: el promedio desde 1991 hasta 1996 del gasto público y privado en la formación de capital fijo bruto como proporción del PBI, tomado de las cuentas nacionales. Fuente: Moody's.

Deuda en moneda extranjera(en billones de US \$): El stock de la deuda total pagable en moneda extranjera por todas las entidades del país existente a fin de año. Fuente: Moody's.

Deuda en moneda extranjera / exportaciones: el promedio desde 1991 hasta 1996 del stock de la deuda total pagable en moneda extranjera por todas las entidades del país existente a fin de año como un porcentaje de las exportaciones para el país en cuestión. Las exportaciones se definen como el valor del total de las entradas por exportaciones de bienes y servicios, ingreso de inversiones extranjeras y transferencias netas cuando positivas. Fuente: Moody's.

Ratio de servicio de deuda: el promedio desde 1991 hasta 1996 del ratio de pagos del servicio de la deuda en moneda extranjera / entradas totales de la cuenta corriente. El servicio de la deuda se define como la suma de todo el interés más el principal pagado sobre el total de la deuda en moneda extranjera en un año particular. El ratio provee una indicación relativa de la cantidad de moneda extranjera que se necesita para servir la deuda en moneda extranjera. Fuente: Moody's.

Balance de la cuenta corriente / PBI: el promedio desde 1991 hasta 1996 del balance de la cuenta corriente de la balanza de pagos como porcentaje del PBI nominal. El balance de la cuenta corriente es la medida de la balanza comercial en bienes y servicios, ingresos por inversión neta y transferencias netas corrientes. El déficit en la cuenta corriente es un indicador de los requisitos netos de financiación externa de un país para un año particular. Fuente: Moody's.

Balanza comercial / PBI: el promedio desde 1991 hasta 1996 del balance de las exportaciones de mercadería menos las importaciones de mercadería como un porcentaje del PBI nominal. Fuente: Moody's, OECD.

Exportaciones+Importaciones % PBN: el promedio desde 1991 hasta 1995 inclusive de la suma de las importaciones y exportaciones de mercaderías como porcentaje del PBN. Fuente: Banco Mundial, OECD.

PBN per cápita: estos valores corresponden al Producto Bruto Nacional per cápita. Fueron extraídos del Atlas del Banco Mundial correspondientes a la edición de 1996. Para realizar el trabajo se usaron los datos del año 1995.

Gasto % PBI: el promedio desde 1993 hasta 1995 de todos los pagos del gobierno, los reembolsables y los que no se reembolsan durante el período corriente, sean o no unilaterales y con fines corrientes o de capital como porcentaje del PBI a precios corrientes. Fuente: FMI.

Ingreso % PBI: el promedio desde 1993 hasta 1995 de todas las entradas del gobierno, las reembolsables y las que no se reembolsan en el período corriente, y sean o no unilaterales, salvo donaciones como porcentaje del PBI a precios corrientes. Los ingresos figuran deducidos los reintegros y otras transacciones de ajuste. Fuente : FMI.

M2%PBI: ratio del año 1995. El M2 según la definición del FMI es la suma de Dinero (efectivo en manos del público más depósitos a la vista de los residentes sin tener en cuenta los del gobierno central) y Cuasidinero (compuesto por los depósitos a plazo, los de ahorro, y en divisas de los residentes excluido el gobierno).

Capitalización Bursátil: ratio del valor a precios corrientes de la capitalización bursátil y el PBI

Anexo 2

Escalas de Calificación Crediticia

Deuda de largo plazo

Interpretación	Moody's	S&P y otras
Grado de Inversión		
La mayor calidad crediticia (el menor riesgo de inversión)	Aaa	AAA
Sustancial capacidad de pago	Aa1	AA+
	Aa2	AA
	Aa3	AA-
Fuerte capacidad de pago	A1	A+
	A2	A
	A3	A-
Adecuada capacidad de pago	Baa1	BBB+
	Baa2	BBB
	Baa3	BBB-
Grado Especulativo		
Riesgo mediano	Ba1	BB+
	Ba2	BB
	Ba3	BB-
Riesgo alto	B1	B+
	B2	B
	B3	B-

Bibliografía

- *Beers T. David*, "Standard & Poors Sovereign Rating Criteria". 1997. The Handbook of Fixed Income Securities. Irwing Professional Publishing.
- *Cantor Richard and Packer Frank*. "Sovereign Credit Ratings." Current Issues in Economics and Finance, FRBNY, junio 1995.
- *Cantor Richard and Packer Frank*. "Determinants and Impacts of Sovereign Credit Ratings"; Economic Policy Review, FRBNY, octubre de 1996.
- *Dornbusch, Rudiger y Juan Carlos de Pablo*. "Debt and Macroeconomic Instability in Argentina," en Developing Country Debt and the World Economy, compilado for Jeffery Sachs. Chicago: The University of Chicago Press, pp37-56, 1989.
- *Dabós Marcelo*. 1995. "Crisis Bancaria y Medición del Riesgo de Default: Métodos y el caso de los Bancos Cooperativos en Argentina". Julio 1995.
- *FMI*. "Estadísticas Financieras Internacionales." Diciembre 1996.
- *Gallagher Lacey*. "Crediting the Countries". Institutional Investor. 1996.
- *Goldman Sachs*. "Emerging Markets Bi-Weekly" (1997)
- *Helena Hessel*. "Rating the Transition Economies." Standard & Poor's Credit Week Febrero de 1997.
- *ING Bank*. The SRM: "Past Performance and Prospects". Emerging Market Weekly Report 1997
- *Krugman Paul R. y Obstfeld Maurice*. "Economía Internacional:+ Teoría y Política." Mc Graw Hill. 1994.
- *Larrain Guillermo, Reisen Helmut, von Maltzan Julia*. "Emerging Market Risk and Sovereign Credit Ratings". OECD Development Centre. Febrero 1997.
- *Moody's*. "Investment service report".1996
- *Mendenhall, Scheaffer y Wackerly*. "Estadística Matemática con Aplicaciones", Grupo Editorial Iberoamericana, México, 1986

- *Sachs, Jeffrey*. Introducción a "Developing Country Debt and the World Economy", compilado for Jeffery Sachs. Chicago: The University of Chicago Press, pp.1-36, 1989.
 - *Santamaría Marco*. "Boosting the Ratings." Risk, vol. 9 / n° 9/septiembre 1996.
 - *World Bank*. "World Tables". Diciembre 1996.
- World Bank, "World Development Report," 1996