

El riesgo-país desde nuevas perspectivas¹

Desde un marco unificado, examinamos tres perspectivas recientes del riesgo-país: la intolerancia a la deuda, el pecado original y la discordancia de divisas. Hallamos de este modo pruebas estadísticas que corroboran diferentes aspectos de estas tres perspectivas, si bien la contundencia de dichas conclusiones varía considerablemente según las hipótesis, al tiempo que quedan por resolver otras cuestiones. Nuestras conclusiones coinciden en que la clave para gestionar adecuadamente el riesgo-país radica en unas políticas macroeconómicas y estructurales adecuadas a escala nacional.

Clasificación JEL: F30, G15

En los últimos años, han ido cobrando importancia nuevas perspectivas a la hora de analizar el riesgo-país, a las que se ha denominado “intolerancia a la deuda”, “pecado original” y “discordancia de divisas”. La primera de ellas, intolerancia a la deuda, arguye que la relación entre deuda y riesgo-país es menos favorable para aquellos países con un pasado de mala gestión económica. Por su parte, la teoría del pecado original defiende que los países que tienen más dificultades para conseguir financiación en su propia moneda presentarían más riesgos intrínsecos. Por último, la perspectiva de la discordancia de divisas apunta a que aquellos países cuya riqueza neta es más sensible a las depreciaciones cambiarias soportarían costes más elevados en momentos de crisis.

Si bien estos modelos son independientes, no se excluyen mutuamente. Al mismo tiempo, apenas se ha comenzado a comprobar de manera sistemática sus implicaciones. El presente artículo monográfico va más allá, partiendo de la base de una medida del riesgo-país ampliamente utilizada, a saber, las calificaciones soberanas concedidas por las principales agencias de calificación crediticia.

A partir de ahí, mejoramos las comprobaciones existentes de las nuevas perspectivas del riesgo-país en dos sentidos. En primer lugar, utilizamos un modelo de referencia mejorado para los determinantes de las calificaciones, consiguiendo así tener más en cuenta el resto de factores que influyen en el

¹ Las opiniones expresadas en este artículo son las de sus autores y no coinciden necesariamente con las del BPI. Nos gustaría agradecer la inestimable contribución investigadora de Arturo Macías y Jhuvesh Sobrun.

riesgo-país, lo que a su vez nos permitirá identificar cómo influyen por su parte la intolerancia a la deuda, el pecado original y las discordancias de divisas en la calidad crediticia de un país. En segundo lugar, utilizamos datos de mejor calidad, lo que nos permite ampliar y mejorar las estimaciones de pecado original y discordancia de divisas. En concreto, nos apoyamos más en las estadísticas sobre el mercado bancario, de valores y de derivados recopiladas por el Banco de Pagos Internacionales (BPI).

Nuestros resultados corroboran la hipótesis de que las tres perspectivas citadas influyen a la hora de explicar el riesgo-país, incluso cuando se incluye una amplia gama de factores adicionales. En gran medida, las variables identificadas con cada una de estas perspectivas permiten predecir desde un punto de vista estadísticamente significativo las regresiones de calificaciones, mientras que su importancia económica es, en algunos casos, menor de lo que sugieren estudios anteriores e inferior a la de otras variables económicas y estructurales más estándar. A nuestro parecer, los resultados estadísticos de nuestro estudio coinciden en que la clave para gestionar el riesgo-país radica en unas sólidas políticas estructurales y macroeconómicas internas.

En la primera sección, analizamos brevemente las mencionadas perspectivas sobre el riesgo-país. En la segunda, establecemos el marco utilizado para comprobar las diferentes hipótesis y lo contrastamos con trabajos anteriores. A continuación, presentamos y analizamos los resultados empíricos y por último, en nuestra conclusión especificamos algunas salvedades y recomendamos ámbitos donde profundizar más en esta materia.