

RIESGO POLÍTICO Y RENDIMIENTO DE LOS BONOS SOBERANOS

El diseño de las instituciones, la calidad de las políticas fiscales y la magnitud del endeudamiento inciden en el costo financiero de los países. ¿Cuáles mensajes descifran los mercados al analizar los países y sus instituciones? Entender el riesgo político requiere conocer cómo se toman las decisiones políticas y cuán vinculantes son.

Carlos Jaramillo y Norma Ortiz

EN UNA ENTREVISTA de julio de 2012 para el semanario financiero *Barron's* (Goodman, 2012) Mohamed El-Erian, director de Pimco, la familia de fondos de renta fija más grande del planeta con activos de 1,8 billones de dólares, se refirió a la formulación de estrategias de inversión en renta fija para los próximos años en estos términos: «Los participantes del mercado tienen que prestar más atención a los temas políticos. En el verano pasado fue la reducción de la calificación crediticia de los bonos del Tesoro, en la actualidad es el tema de Europa, así como el ajuste fiscal que tiene que aplicar la administración Obama a finales del 2012, todos estos temas son eminentemente políticos».

A pesar de la relevancia de lo político existen pocos estudios sobre el impacto del riesgo político en el costo de la deuda soberana, y en consecuencia un vacío conceptual al momento de analizar cómo eventos de esta naturaleza afectan los precios de los instrumentos de renta fija. Este tema es de vital importancia no solo para los formuladores de políticas públicas sino también para gerentes de la industria de inversión y aquellos particulares, entre los que se encuentran una gran cantidad de venezolanos, que evalúan la posibilidad de comprar títulos de deuda soberanos tratando de lograr altos rendimientos en un mundo de bajas tasas de interés en títulos denominados en dólares. A continuación los hallazgos.

Hallazgos de la investigación sobre deuda soberana y sus riesgos

Eaton y Gersovitz (1981), Bulow y Rogoff (1989) y Gibson y Sundarasan (1999), quienes realizaron los estudios pioneros en el área, se concentraron en el desempeño de la deuda soberana. Definieron el impago como una decisión política en la que se sopesan los beneficios de incumplir un cronograma de pagos con los costos de reputación, el embargo de activos nacionales y las interrupciones de las operaciones comerciales internacionales del país deudor.

Duffie, Pedersen y Singleton (2003) desarrollaron un modelo para fijar el precio de los bonos soberanos emitidos en moneda local, que permitía incorporar los riesgos de incumplimiento y restructuración, y una prima por liquidez. A diferencia de los bonos empresariales en los que puede esperarse un incumplimiento total de pagos, los emisores de bonos soberanos, más que incumplir en términos absolutos (aunque pueden hacerlo), difieren sus pagos y renegocian mediante restructuraciones, en las cuales, en muchos casos, los acreedores desconocen el descuento que se verán obligados a otorgar hasta que están

Carlos Jaramillo y Norma Ortiz, profesores del IESA.

muy avanzadas. Los autores encontraron que el diferencial de retorno de los bonos soberanos rusos variaba con el tiempo, en respuesta a eventos políticos, la magnitud de las reservas internacionales del país y el precio del petróleo (en las dos últimas variables con una correlación negativa). El riesgo político de la deuda rusa se vio afectado por el hecho de que el Ministerio de Finanzas de finales del siglo XX se sentía menos comprometido a pagar la deuda contratada durante la administración soviética que la emitida posteriormente, cuando los fondos públicos eran insuficientes para honrar todos los compromisos.

Keswani (2005) estudió la estructura de tasas de interés para los bonos Brady de Argentina, México y Venezuela durante el período 1993-1996. Encontró una alta covarianza entre los precios de los bonos de los países estudiados, que sugería la existencia de un factor común, aunque desconocido, que determinaba tal desempeño. Dedujo que existía un riesgo político común a estas tres economías, pero no ahondó mucho al respecto.

Mauro, Sussman y Yafeh (2000) analizaron el desempeño de los *spread* soberanos (retornos que pagan algunos países por encima de los desembolsados por aquellos países considerados de mínimo riesgo en los mercados internacionales, como Estados Unidos, Inglaterra y Japón) de los mercados emergentes, en los períodos 1870-1913 y 1992-2000. El primer período es considerado una época dorada para los flujos de capitales y en el segundo ocurrió un repunte en la emisión de papeles soberanos en comparación con las décadas anteriores. Al comparar los diferenciales de retorno de los títulos soberanos entre ambos periodos, se encontró que cambiaron de forma más pronunciada y frecuente en la década de los noventa del siglo XX; además, los cambios tendían a producirse simultáneamente en varios países. El efecto de diversificación, al construir carteras con bonos de varios mercados emergentes en años recientes, es mucho menor que el logrado a finales del siglo XIX y principios del XX, lo cual refleja mayor integración de los mercados financieros nacionales en los últimos años.

Beck (2001) utilizó los diferenciales de retorno de las deudas soberanas de nueve mercados en el período diciembre 1998-agosto de 2000, con el objeto de evaluar si eran afectados por variables de mercado (como la volatilidad de los mercados accionarios de los países desarrollados). Encontró que éstas no tenían ningún poder explicativo, mientras que las variables estructurales de largo y mediano plazo explicaron parte de las variaciones mensuales de dichos diferenciales. Entre las variables de mediano plazo se encontraron los pronósticos de la banca de inversión y los organismos multilaterales sobre los indicadores macroeconómicos de cada país y la evolución de las tasas de interés internacionales. Las variables de largo plazo no fueron explícitamente modeladas; pero las altas correlaciones observadas con las calificaciones crediticias de los países, que captan información estructural, permiten inferir su poder explicativo.

Rowland (2005) estudió los determinantes de los *spread* soberanos, las calificaciones crediticias y la capacidad crediticia de 16 mercados emergentes, usando información de deuda soberana denominada en dólares producida en el mes de julio de 2003. El producto interno bruto (PIB) per cápita, la tasa de crecimiento del PIB, la inflación, el endeudamiento externo como porcentaje del producto, el servicio de la deuda como porcentaje del ingreso, las reservas internacionales y el grado de apertura de la economía fueron factores que explicaron las potencialidades crediticias y los costos financieros del endeudamiento soberano.

Hallazgos de la investigación enfocada en «lo político»

No fue sino hasta el estudio de Moser (2007) cuando se estudiaron variables propiamente políticas. Moser definió el riesgo

soberano como la capacidad y la voluntad de un país para cancelar su deuda y consideró que el riesgo político formaba parte del riesgo soberano. Para determinar si los mercados financieros toman en cuenta eventos políticos en la valoración de la deuda de los gobiernos nacionales, recopiló diferenciales de rendimientos de doce países latinoamericanos durante el período 1992-2007, utilizando información contenida en los índices de los retornos de títulos de deuda de mercados emergentes Emerging Market Bond Index (EMBI, EMBI+ y EMBIG) calculados por J.P. Morgan.

Moser definió su concepto de evento político a partir de una serie de anuncios de cambios en los gabinetes económicos de los países de la muestra, incluida la remoción de ministros de finanzas o economía, obtenida de los bancos de noticias de medios tales como *Wall Street Journal*, *The Economist* y *Finan-*

Para los gerentes de carteras de inversión aún es insuficiente lo que se sabe hasta ahora sobre las relaciones entre el riesgo político y el retorno de bonos soberanos

cial Times. Encontró que el diferencial de retorno aumentaba cuarenta días antes de la fecha del anuncio del cambio y se mantenía parte del incremento en los cuarenta días siguientes al anuncio. Los inversionistas mostraban sensibilidad a los cambios de gabinetes, particularmente en el caso de los ministros de finanzas, porque tales cambios cuestionaban el mantenimiento de la disciplina fiscal de los países y la voluntad de cumplir sus compromisos de deuda.

Hartelius, Kashiwase y Kodres (2008) notaron que el diferencial de retorno de deudas soberanas de mercados emergentes se había reducido en el período 2002-2007, lo cual podía deberse a un exceso de liquidez en los mercados internacionales que aumentaba los precios de toda la oferta de títulos o a mejoras en la conducción de los países emisores que aumentaban las probabilidades de que honrasen sus compromisos con sus acreedores. Para dar respuesta a esta inquietud estudiaron la sensibilidad del diferencial de retorno de los bonos soberanos de dichos países, medida con el Emerging Market Bond Index, a factores relacionados con la liquidez de los mercados internacionales y con el desempeño macroeconómico de los países. Encontraron que el diferencial es sensible tanto a la información contenida en las calificaciones crediticias (de las agencias S&P, Fitch y Moody's) como a expectativas de la evolución de las tasas de interés que fija la Reserva Federal y la volatilidad de dichas expectativas. Las calificaciones de riesgo sintetizaron tanto rasgos del desempeño macroeconómico de los países como de la calidad de las decisiones tomadas por los gerentes públicos.

Con respecto al impacto del desempeño macroeconómico Akitoby y Stratmann (2008) estudiaron el efecto de la política fiscal en el *spread* de deuda soberana de países incluidos en el índice Emerging Market Bond Index Global (EMBIG). Los ajustes que apuntan a fortalecer el ingreso de los países tienen mayor impacto en la reducción del diferencial que los destinados a reducir el gasto. Además, los mercados financieros tomaban en cuenta la composición del gasto: los recortes de gastos corrientes tenían mayor impacto en la reducción del diferencial que las reducciones en inversiones. Por medio del diferencial de retorno, los mercados financieros castigaban el financiamiento de gasto corriente con deuda y premiaban la cancelación del gasto con incremento de impuestos. El diseño de las instituciones políticas también tiene un impacto en el

spread soberano: el mercado premia a los gobiernos de derecha y penaliza a los regímenes de izquierda que financian gastos corrientes con incrementos de deuda. Akitoby y Stratmann encontraron también que el costo de la deuda aumentaba en años electorales.

Akitoby y Stratmann (2010) profundizaron en el estudio del impacto de las instituciones políticas en el costo financiero de la deuda pública cotizada en mercados internacionales, siguiendo el método desarrollado en el estudio anterior (Akitoby

Se parte de la idea de que las economías «políticamente viables» tienen diseños institucionales que generan entornos macroeconómicos estables y políticas fiscales sostenibles. Sin embargo, poco se conoce acerca de lo que significa «diseño institucional adecuado»

y Stratmann, 2008). Encontraron que los mercados premiaban la democracia y la rendición de cuenta electoral, al exigir menores tasas de interés. Las instituciones políticas tienen un impacto sobre el costo de la deuda soberana que va más allá de los resultados fiscales y económicos que estas instituciones promueven.

Liu y Spencer (2009), a partir del caso brasileño, desarrollaron un modelo estructural de tasas de interés para explicar el diferencial de retorno de la deuda soberana denominada en dólares por medio de variables macroeconómicas nacionales. Utilizando un modelo macrofinanciero de la economía brasileña, los autores permitieron que la volatilidad del sistema fuese influida por elementos del riesgo país que se encuentran latentes en variables macroeconómicas y financieras. El diferencial de retorno dependía principalmente del riesgo país cuando la probabilidad de insolvencia era mayor, pero en periodos de mediano y bajo riesgo las variables macroeconómicas tenían mayor peso en la determinación del diferencial. En todos los casos, la tasa de interés nacional fue la variable más relevante para explicar el costo de la deuda.

Baldacci y Kumar (2010) evaluaron el impacto del déficit fiscal y el endeudamiento público para el período 1980-2008, en un grupo de 31 países que incluyó tanto desarrollados como emergentes. El deterioro fiscal impactó significativamente a las tasas de interés, aunque de manera no lineal: la magnitud del impacto dependía de las condiciones fiscales al inicio del análisis, el desarrollo institucional y los efectos de contagio de impactos en los mercados financieros globales.

Jaramillo y Tejada (2011) encontraron que el estatus de grado inversión de un bono soberano reduce sustancialmente los costos financieros, debido a mejores expectativas que el mercado asigna a estos bonos y por la ampliación de la base de potenciales inversionistas. Basados en información macroeconómica de 35 mercados emergentes, en el período 1997-2010, calcularon que el diferencial de retorno de un país con clasificación BBB- puede ser 160 puntos básicos menos que los de un país con clasificación BB+. Si bien las condiciones financieras globales desempeñan un papel fundamental en la determinación del diferencial de retorno de deuda soberana, bajas razones de endeudamiento público externo como porcentaje del PIB y altas tasas de crecimiento de la economía nacional ayudan a mejorar las expectativas del mercado. La acumulación de reservas internacionales solo es relevante en la reducción del diferencial de retorno de países cuyos bonos tienen la calificación de grado especulativo.

¿Qué falta por saber? Una agenda mínima para la investigación

La bibliografía revisada muestra que es todavía muy largo el camino para encontrar modelos conceptuales que vinculen el riesgo político con el costo de la deuda soberana. El concepto mismo de «riesgo político» es aún ambiguo: no hay una definición universal sino definiciones operacionales para modelar matemáticamente la variable en cuestión.

Se parte de la idea de que las economías «políticamente viables» tienen diseños institucionales que generan entornos macroeconómicos estables y políticas fiscales sostenibles. Sin embargo, poco se conoce acerca de lo que significa «diseño institucional adecuado». No se sabe, por ejemplo, cuáles factores inciden en que los gobiernos de derecha tiendan a poner tan alta prioridad en el balance de los presupuestos públicos, con los altos costos políticos que genera imponer tal balance. También se hace necesario entender en detalle los mecanismos que usan los gobiernos para comunicar a los mercados financieros cuán fuertes son sus compromisos con la disciplina fiscal o con el mantenimiento de políticas económicas que promuevan el crecimiento.

Para los gerentes de carteras de inversión es insuficiente lo que se sabe hasta ahora sobre las relaciones entre el riesgo político y el retorno de bonos soberanos. Son esas variables que pueden medirse en la práctica cotidiana las que deben ser desarrolladas e incorporadas en los modelos teóricos. Hay mucha apetencia por los títulos de deuda de los mercados emergentes; por lo que, sin duda, el estudio del tema crecerá y rendirá frutos en el futuro cercano. ■

REFERENCIAS

- Akitoby, B. y T. Stratmann (2008): «Fiscal policy and financial markets». *The Economic Journal*. Vol. 118. No. 533.
- Akitoby, B. y T. Stratmann (2010): «The value of institutions for financial markets: evidence from emerging markets». *Review of World Economics*. Vol. 146. No. 4.
- Baldacci, E. y M. S. Kumar (2010): «Fiscal deficit, public debt, and sovereign bond yields». *IMF Working Paper*. No. WP/10/184. Washington: International Monetary Fund.
- Beck, R. (2001): «Do country fundamentals explain emerging market bond spreads?». *CFS Working Paper*. No. 2001/02. Frankfurt: Center for Financial Studies.
- Bulow, J. y K. Rogoff (1989): «Sovereign debt: is to forgive to forget?». *American Economic Review*. Vol. 79. No. 1.
- Duffie, D., L. H. Pedersen y K. J. Singleton (2003): «Modeling sovereign yield spreads: a case study of Russian debt». *Journal of Finance*. Vol. 58. No. 1.
- Eaton, J. y M. Gersovitz (1981): «Debt with potential repudiation: theoretical and empirical analysis». *Review of Economic Studies*. Vol. 48. No. 2.
- Gibson, R. y S.M. Sundaresan (1999): «A model of sovereign borrowing and sovereign yield spreads». *PaineWebber Series at Columbia University*. No. EFA 0044.
- Goodman, B. (2012): «Best bond funds». Barron's Cover, http://online.barrons.com/article/SB50001424053111903431804577502700106343044.html?mod=BOL_twm_ls#articleTabs_article%3D1. Consulta: 5-7-2012.
- Hartelius, K., K. Kashiwase y L.E. Kodres (2008): «Emerging market spread compression: is it real or is it liquidity?». *IMF Working Paper*. No. WP/08/10. Washington: International Monetary Fund.
- Jaramillo, L. y C. M. Tejada (2011): «Sovereign credit rating and spreads in emerging markets: does investment grade matters?». *IMF Working Paper*. No. WP/11/44. Washington: International Monetary Fund.
- Keswani, A. (2005): «Estimating a risky term structure of Brady bonds». *The Manchester School*. Vol. 73. No. 1.
- Liu, Z. y P. Spencer (2009): «An admissible term structure model of sovereign yields spreads with macro factors: the case of the Brazilian global bonds». *The Manchester School*. Vol. 77. No. 1.
- Mauro, P., N. Sussman y Y. Yafeh (2000): «Emerging markets spreads: then versus now». *IMF Working Paper*. No. WP/00/190. Washington: International Monetary Fund.
- Moser, C. (2007): «The impact of political risk on sovereign bond spreads: evidence from Latin America». *Proceedings of the German Development Economics Conference, Göttingen*. No. 24.
- Rowland, P. (2005): «Determinants of spread, credit ratings and creditworthiness for emerging markets sovereign debt: a follow up study using pooled data analysis». Working Paper. Bogotá: Banco de la República.