

**ACERCA DE LA EVOLUCIÓN DE LA PRIMA DE RIESGO  
DE LA DEUDA SOBERANA DE LA ARGENTINA<sup>1</sup>**

**Mario Damill  
Daniel Kampel**

---

<sup>1</sup> Publicado en Serie Documentos de Economía #12 - Universidad de Palermo-CEDES - Mayo 1999.

**ACERCA DE LA EVOLUCIÓN DE LA PRIMA DE RIESGO  
DE LA DEUDA SOBERANA DE LA ARGENTINA**

**SUMARIO**

**1. Introducción. La noción de riesgo país**

*Riesgo soberano*

*Riesgo privado*

**2. La evolución del riesgo soberano de la Argentina y sus determinantes**

*Principales determinantes de la prima de riesgo*

*La prima de riesgo en los años ochenta*

**3. El riesgo soberano en la década presente**

*Los factores externos: el comportamiento de las tasas de interés internacionales*

*Factores internos: estabilización y reformas*

*El período 1992-97*

**4. El lapso 1997-99**

*Las turbulencias que siguieron a las crisis del sudeste de Asia y el "flight to quality"*

*Primas de riesgo y efectos de contagio*

**Bibliografía y referencias**

## **ACERCA DE LA EVOLUCIÓN DE LA PRIMA DE RIESGO DE LA DEUDA SOBERANA DE LA ARGENTINA**

**Mario Damill**  
**Daniel Kampel**

### **Presentación**

En este trabajo se presenta un análisis de la evolución de las primas de riesgo afrontadas por la deuda soberana de la Argentina en los mercados internacionales. El período considerado se extiende desde comienzos de los años ochenta hasta la actualidad, pero el énfasis se encuentra en el examen de los hechos relativos a los últimos años.

Luego de precisar algunos conceptos, se analiza la evolución de la prima de riesgo país afrontada por la Argentina entre 1981 (antes de la crisis de la deuda de 1982) y el presente. Se considera el papel que jugaron y juegan algunas variables y eventos cruciales en la determinación del riesgo país. Merecen atención especial, por un lado, el comportamiento de las tasas de interés internacionales y, por otro, diversos cambios en el contexto financiero externo, como los derivados de las crisis de varias economías emergentes que se han sucedido desde mediados del año 1997. También se consideran determinantes internos del riesgo (reflejado por las tasas de mercado) como el grado de éxito de las políticas antiinflacionarias, los avances en materia de reformas “pro-mercado” y los relativos al grado de solvencia o fragilidad del sistema financiero interno, entre otros aspectos. Finalmente, cierra el trabajo una sección de conclusiones.

## 1. Introducción. La noción de riesgo país

### ***Riesgo soberano***

En este trabajo se enfoca el problema del riesgo de incumplimiento de las obligaciones derivadas de la deuda soberana, es decir, de aquella emitida por un gobierno central. Suele denominársele "riesgo soberano", aunque en la práctica se utiliza frecuentemente la expresión "riesgo país" para referirse al mismo concepto.

En consecuencia, siguiendo ese uso convencional, se designará aquí indistintamente como riesgo soberano o riesgo país al riesgo de incumplimiento de las obligaciones derivadas de deudas adquiridas por un gobierno central, es decir, de deudas "soberanas"<sup>2</sup>.

Al evaluar ese riesgo en un caso particular, suele comparársele con un "patrón" de referencia. Convencionalmente se utilizan como patrón los instrumentos de deuda emitidos por el Tesoro de los EE.UU., a los que se supone prácticamente libres de riesgo de incumplimiento. Un gobierno que emita deuda considerada de mayor riesgo de incumplimiento que obligaciones del Tesoro de los EE.UU. de iguales características (en términos de moneda, plazo y garantías, en particular), deberá seguramente afrontar tasas de mercado mayores que los instrumentos tomados usualmente como patrón de comparación. Es decir, deberá afrontar un diferencial de tasas positivo o una "prima por riesgo" de crédito, que es lo que se denomina prima de riesgo soberano<sup>3</sup>.

El riesgo de crédito tiene a su vez dos componentes. Un riesgo económico, que refleja la *capacidad* del deudor para hacer frente a sus compromisos, y un riesgo "político", que refleja la *voluntad* de pago.

Cuando se trata de deudores privados, se supone que el costo de incumplimiento es en general lo suficientemente alto como para que pueda presumirse

---

<sup>2</sup> Sobre las cuestiones de definición planteadas en esta sección ver Bates; Beers and Cavanaugh y Chambers.

<sup>3</sup> Esa prima suele estimarse simplemente como la diferencia entre el rendimiento de un título "representativo" libre de riesgo de devaluación y el rendimiento de un título de igual plazo, emitido por el Tesoro de los EE.UU..

que la voluntad de pago no es un problema. En ese caso, se trataría únicamente de evaluar la capacidad de pago, sobre la que inciden factores propios del área de actividad del deudor, y otros que dependen del entorno en que éste opera y en particular de las acciones del “soberano”.

Cuando se trata, en cambio, de las obligaciones de deudores soberanos, el análisis de riesgo de crédito debe incluir necesariamente la consideración de la referida voluntad de pago. Si bien el término “voluntad” se usa corrientemente, cabe interpretar que, en este contexto, no hace referencia únicamente a aspectos “volitivos”, puesto que además de la voluntad propiamente dicha incluye la capacidad *política* del soberano para garantizar el cumplimiento de ciertos compromisos (financieros), dándoles prioridad en relación con otros compromisos que también hacen a sus funciones gubernativas, en circunstancias en las que pueda plantearse un conflicto entre esos distintos objetivos.

### ***Riesgo privado***

Si bien normalmente el concepto de riesgo país se utiliza exactamente con el mismo sentido que el de “riesgo soberano” que se ha descrito arriba, ambas expresiones suelen emplearse también con sentidos diferentes cuando se trata de deudas privadas, según se plantea a continuación.

En primer lugar, consideraremos sucintamente el riesgo de incumplimiento de las deudas privadas. Tómese en cuenta, por ejemplo, la emisión de un instrumento de deuda por parte de una empresa. En este caso, la ubicación relativa de las obligaciones emitidas o a emitir en una tabla o ranking de riesgo de crédito dependerá en primer lugar de tres factores básicos:

- a) la naturaleza y características del negocio del emisor,
- b) su posición financiera, y
- c) la ubicación del negocio.

El primer factor es más o menos obvio. Existen diferentes grados de riesgo en distintas actividades, debido a la naturaleza de las mismas (mayor o menor volatilidad de precios, grado de “control” que la firma tiene sobre el mercado en que opera –asociado al grado de concentración-, exposición a fenómenos climáticos, grado de dependencia en relación con gustos cambiantes, etc.).

El segundo factor, la posición financiera del emisor, es relevante también por razones más o menos evidentes. Una posición financiera más sólida puede ser un buen aval, aún si la firma opera en un sector de riesgo relativamente alto.

Finalmente el tercer elemento, la ubicación, es relevante porque involucra al entorno económico en que opera el emisor de deuda. Rasgos estructurales e institucionales de la economía como un todo pueden afectar la capacidad de honrar los compromisos por parte de un deudor determinado, con independencia de su voluntad, de su posición financiera y de las características de la rama de actividad en que opera.

El punto puede ilustrarse con el ejemplo de un país con una estructura de exportaciones muy poco diversificada, en la que predominen bienes de precios internacionales muy fluctuantes. Este país puede enfrentar dificultades de balance de pagos frente a una caída de sus precios de exportación, lo que podría afectar la disponibilidad de divisas y, en consecuencia, limitar la capacidad del conjunto de los deudores privados de honrar sus compromisos financieros con no residentes.

Al considerar este conjunto de elementos de riesgo derivados del entorno, cabe incluir una serie de factores asociados al impacto de las políticas del gobierno sobre el ambiente económico en que opera el deudor. Estos factores comprenden aspectos tales como el tipo de cambio, las tasas de interés, la inflación, las regulaciones del mercado de trabajo, la carga impositiva, las regulaciones en los mercados de bienes, etc..

Todo ello contribuye a configurar el riesgo económico de la emisión, el que depende, entonces, de factores propios del negocio del emisor y también de condicionantes derivados de rasgos estructurales de la economía y de las características de la intervención gubernamental.

Este componente del riesgo económico que deriva de circunstancias relativas a la estructura “física” e institucional de la economía en que reside el deudor privado (pero no de las propias de su ramo de actividad, en particular), es a veces también denominado “riesgo país”. Este concepto adquiere en consecuencia un sentido diferente al que se le atribuyera en la sección anterior.

Como se acaba de señalar, en esta última acepción del concepto se incluyen riesgos derivados de la intervención estatal (vinculados con la política de cambios, de tasas de interés, etc.). Los mismos configuran lo que se conoce como “riesgo soberano indirecto” (en una acepción diferente de la expresión riesgo soberano, puesto que se trata aquí una fracción del riesgo de emisiones de deuda del sector privado), y dan origen a un “plus” que el deudor privado debe afrontar a causa de la naturaleza y características de la intervención gubernamental bajo la cual opera.

El “riesgo soberano indirecto” es esencialmente económico y puede entenderse claramente por oposición al llamado “riesgo soberano directo”, que se presenta cuando se considera que no es nula la probabilidad de acciones directas del gobierno que impidan al deudor privado cubrir sus obligaciones financieras externas en tiempo y forma. Esto hace referencia esencialmente al eventual establecimiento de controles de cambios y racionamiento de las divisas, los que pueden bloquear el pago normal de servicios independientemente de la voluntad del deudor privado. Puesto que en tales circunstancias el gobierno probablemente racionará las divisas al sector privado dando prioridad al pago de sus propios compromisos, el riesgo de las deudas privadas suele tener como “piso” al atribuido al soberano correspondiente<sup>4</sup>.

---

<sup>4</sup> Esa idea general reconoce, sin embargo, excepciones. Las emisiones de deuda de una empresa privada que, por ejemplo, reciba explícita o implícitamente el aval de una casa matriz o de filiales situadas en otro territorio nacional, o que tenga capacidad de generación propia de divisas a partir de su diversificación geográfica, pueden enfrentar primas de riesgo menores (y recibir una calificación mejor) que las del soberano del territorio en que reside la filial que las emite. La vigencia de un régimen de convertibilidad, o la dolarización total o parcial del sistema financiero interno pueden operar también en el sentido de reducir significativamente el riesgo soberano directo, al acotar las posibles acciones discrecionales de la autoridad. Factores de ambos tipos (propios de las firmas y del entorno) han llevado a que varias empresas que operan en la Argentina, como YPF, obtuvieran, en los últimos años, calificaciones de riesgo de crédito mejores -hasta en dos categorías- que las asignadas al mismo tiempo a la deuda soberana del país.

Apuntadas estas distinciones terminológicas, en el resto del trabajo se utilizan las expresiones “riesgo país” y “riesgo soberano” como equivalentes y con el sentido definido en la primera sección de esta introducción.

## **2. La evolución del riesgo soberano de la Argentina y sus determinantes**

### ***Principales determinantes de la prima de riesgo***

Los determinantes de las primas de riesgo (es decir, de los diferenciales de tasas de mercado utilizados como indicador de los diferenciales de riesgo), así como de las calificaciones de riesgo de crédito, son múltiples. Como ilustrará el examen de la evolución del riesgo soberano de la Argentina que se incluye más adelante en esta sección, dichos determinantes pueden en principio reunirse en cuatro grandes grupos:

- factores externos,
- indicadores de la estructura y el desempeño del sector externo de la economía,
- otros indicadores económicos e institucionales internos, y
- otros factores que afectan el grado de incertidumbre.

A continuación se caracteriza sucintamente cada uno de esos conjuntos de determinantes del riesgo.

**a) Factores externos.** Se trata de datos del contexto económico-financiero internacional, que pueden afectar la capacidad de pago. Entre ellos, el nivel de las tasas de interés en los mercados internacionales es un factor de gran relevancia. Tasas elevadas abultan los servicios de la deuda y suelen reflejar, además, situaciones de mayor escasez relativa de fondos prestables. Ambos factores pueden hacer más dificultoso el flujo normal de pagos y también el refinanciamiento de obligaciones vencidas. El



mejor ejemplo histórico es el período de muy altas tasas internacionales de 1979-82, que originó la crisis de la deuda<sup>5</sup>.

Vale señalar que se ha constatado efectivamente que las primas de riesgo de los deudores de países emergentes tienden con frecuencia a moverse en el mismo sentido en que lo hacen las tasas internacionales, pero variando más que proporcionalmente, según se mostrará más adelante para el caso de la Argentina<sup>6</sup>.

El comportamiento de los precios de las exportaciones, o más en general, de los términos del intercambio comercial, es otro factor externo de relevancia.

Además, diversos elementos que hacen a las perspectivas del escenario económico-financiero internacional tienen también gravitación. Situaciones críticas en determinadas economías, que pueden “derramar” sobre otras a través de “movimientos de manada” de los capitales financieros, o más lentamente, por la vía, por ejemplo, del impacto de devaluaciones competitivas sobre los flujos de comercio, pueden jugar un papel importante. Así lo muestran episodios recientes como la crisis

---

<sup>5</sup> En 1979 las tasas internacionales subieron notoriamente, como consecuencia de la política monetaria restrictiva encarada por la Reserva Federal de los EE.UU. con el propósito de contener el impacto inflacionario del segundo shock del petróleo, que tuvo lugar en ese año. La aplicación de una política monetaria contractiva en los EE.UU. significa tasas internacionales más elevadas y, como consecuencia de ello, desaceleración del crecimiento global o recesión. En efecto, el período 1980-82 fue caracterizado por la recesión más intensa registrada hasta entonces, en los países desarrollados, en la posguerra.

La recesión en el mundo desarrollado significa a su vez, entre otras cosas, menos demanda de exportaciones provenientes de los países periféricos, y normalmente también caídas de los precios de dichas exportaciones. De manera que la referida política monetaria contractiva tiene efectos negativos simultáneos sobre la cuenta comercial y sobre la cuenta de servicios financieros de este grupo de países, los actualmente llamados emergentes. Es decir, tiene un efecto claramente desfavorable sobre la cuenta corriente, al tiempo que tiende a hacer más escaso el financiamiento disponible. Un cuadro como ese dio lugar a la crisis de la deuda de comienzos de los ochenta.

Vale indicar que, por contraste, si una recesión en el mundo desarrollado tiene origen en una política *fiscal* contractiva (o en una declinación del gasto privado en consumo o inversión, lo que a estos efectos es equivalente), afecta también negativamente el comercio, pero impacta favorablemente sobre las cuentas de servicios financieros (porque estará asociada a una declinación de las tasas de interés), y puede también dar lugar a un aumento del financiamiento disponible. Este fue el cuadro de la siguiente recesión importante (particularmente en la economía de los EE.UU.) en la posguerra, que fue la de comienzos de los años noventa.

<sup>6</sup> Sin embargo, en algunos períodos, como ha sucedido recientemente (desde el inicio de las crisis en el sudeste de Asia), las primas de riesgo y las tasas internacionales se mueven en sentidos divergentes. Esto se asocia al llamado “flight to quality”, punto sobre el que se volverá más adelante en el texto.

mexicana de 1994, o las de varias economías del sudeste de Asia y en la de Rusia en 1998<sup>7</sup>.

Finalmente, es importante la percepción que los agentes económicos tienen acerca del papel de organismos multilaterales, el FMI en particular, o el Tesoro de los Estados Unidos, frente a situaciones críticas. Es indudable que el riesgo de crédito disminuye, en la percepción de los acreedores, si se constata cierta actividad de “prestamista en última instancia” en el plano internacional, con el objetivo de atenuar o contener el desarrollo de crisis financieras que amenacen con adquirir carácter global.

La línea de crédito contingente recientemente aprobada por el FMI para hacer frente a momentos de crisis puede jugar un papel favorable, en este plano, para los países considerados elegibles para utilizar el mecanismo.

**b) Indicadores del desempeño del sector externo de la economía.** Además de los factores externos mencionados, el desempeño del balance de pagos de la economía en que reside el deudor arroja información crucial acerca de la evolución probable de la capacidad de pago de los compromisos adquiridos por éste ante agentes no residentes.

La evolución de las exportaciones, de los saldos de comercio, de los saldos en cuenta corriente y de las reservas internacionales, así como el nivel de la deuda externa y el perfil de sus vencimientos, son factores de relevancia.

Se trata, en síntesis, de cifras que suelen tomar cuerpo en distintos indicadores de solvencia o fragilidad externa de la economía, como los cocientes “deuda externa/exportaciones” o “déficit de cuenta corriente/exportaciones”, por ejemplo<sup>8</sup>.

---

<sup>7</sup> La relevancia de los mecanismos de “contagio” queda evidenciada también por la estrecha correlación que se observa entre las primas de riesgo de grupos de países emergentes. Véanse por ejemplo las cifras de los cuadros 2 y 3, incluidos más adelante, que presentan esos datos para Argentina, Brasil y México.

<sup>8</sup> Estos factores y cocientes son además considerados por las instituciones que califican deudas de acuerdo con su riesgo de incumplimiento, como Standard and Poor's y Moody's. Véanse por ejemplo Cantor y Packer (1995 y 1996), Kiguel y Lopetegui, y Ul Haque, Mathieson y Mark.

**c) Otros indicadores económicos internos.** Otros indicadores de la evolución de la economía nacional en que reside el deudor pueden influir en la prima de riesgo, así como en las calificaciones de riesgo de crédito.

Cuando se trata del riesgo soberano hay que mencionar, en primer lugar, la situación fiscal. El tamaño del déficit, e indicadores como la relación entre la deuda pública y los ingresos fiscales, por ejemplo, tendrán normalmente un papel significativo.

Otro aspecto de gravitación es el referido al grado de fragilidad o vulnerabilidad financiera interna. Un sistema financiero más sólido influye de manera favorable sobre las expectativas económicas y sobre la percepción del riesgo por parte de los acreedores, en especial en una economía financieramente abierta.

Tienen particular peso, además, aquellos indicadores que reflejan el grado de estabilidad macroeconómica y sus perspectivas. El nivel de la inflación juega un papel especialmente importante, puesto que suele ser considerado (por las calificadoras de riesgo, por ejemplo) como un “indicador resumen” que reflejaría la calidad de las políticas macroeconómicas.

Otros elementos, como el nivel del desempleo y la evolución de indicadores distributivos pueden también tener un papel significativo, dado que son o pueden ser factores de riesgo político. Otro aspecto importante (en especial en relación con las calificaciones de riesgo) es también el relativo a la orientación general de las políticas económicas, a las regulaciones y al papel del estado en la economía. Una orientación general menos intervencionista, favorable a la operación irrestricta de los mecanismos de mercado, tendería a fortalecer en los acreedores la percepción de que el flujo normal de pagos está razonablemente protegido de acciones discrecionales de las autoridades.

**d) Otros factores que afectan el grado de incertidumbre.** Finalmente, un amplio conjunto de circunstancias puede gravitar, positiva o negativamente, sobre el grado de incertidumbre y, en consecuencia, sobre la prima de riesgo y eventualmente sobre las

calificaciones. En este conjunto se incluyen los elementos de “riesgo político”, el que involucra un amplio conjunto de elementos, como el orden institucional, la calidad de los procesos de sucesión, las actitudes y posiciones de los partidos frente al capital extranjero, etc..

Por otro lado, las más diversas “noticias”, se apoyen o no en bases ciertas, pueden, aunque sea transitoriamente, incidir sobre los estados de opinión acerca del curso futuro de la economía y, en consecuencia, tener alguna gravitación sobre los diferenciales de tasas. Estos elementos son relevantes en particular si se pretende examinar la evolución de la prima de riesgo en el corto o muy corto plazo.

Tomando en cuenta esta caracterización sintética de los determinantes principales de la prima de riesgo, en la sección siguiente se examina su evolución, para el caso de la deuda soberana de la Argentina, desde 1981.

### ***La prima de riesgo en los años ochenta***

En el gráfico 1 y en el cuadro 1 se presentan cifras relativas a la prima de riesgo afrontada por la deuda soberana de la Argentina en el período que media entre fines de 1981 (es decir, antes de la crisis de la deuda) y el presente. En el gráfico 2, por su parte, se vuelcan las primas de riesgo medias mensuales desde el inicio de la convertibilidad, en abril de 1991.

En todos los casos las primas por riesgo se presentan en términos de *tasas anuales porcentuales*. Pero en el gráfico 1 se vuelcan los *promedios trimestrales* de la prima, mientras que en el gráfico 2 los datos son *promedios mensuales*.

Las primas de riesgo estimadas correspondientes a distintos momentos no configuran estrictamente una serie homogénea. Ello es natural e inevitable, puesto que los instrumentos de deuda “representativos” sobre los cuales puede calcularse van cambiando a lo largo del tiempo.

Para el lapso que va desde el comienzo de la década pasada hasta el primer trimestre de 1990, las series de la prima de riesgo volcadas en los gráficos y en el cuadro mencionados están calculadas como la diferencia entre la tasa interna de retorno promedio de los Bonex en circulación, y la tasa Libo de 180 días. Ese cálculo tiene la ventaja de que es el que se tomaba en cuenta en los análisis corrientes de riesgo país, en la época.

Para el período siguiente, hasta fines de 1993, se efectúa un cálculo semejante, pero sobre la serie de Bonex/89, emitida en conexión con el llamado "Plan Bonex", del primero de enero de 1990. Y para el resto del período, hasta la actualidad, se tomó en cuenta uno de los instrumentos en circulación desde la instrumentación del acuerdo Brady de la Argentina: se realizó el cálculo considerando el rendimiento de los títulos FRB, a diez años de plazo, comparados en este caso con el rendimiento de los títulos a diez años del Tesoro de los EE.UU.. Como se ha indicado, en el gráfico 1 esos cálculos se presentan en la forma de prima promedio por trimestre, mientras que en el cuadro 1 la información corresponde a la prima promedio por períodos seleccionados<sup>9</sup>.

Una primera constatación se refiere a la notable variabilidad de la prima de riesgo observada de la deuda soberana de la Argentina. El hecho no es de sorprender, considerando la inestabilidad macroeconómica que caracterizara al país (al igual que a otros de la región, como Brasil y México) en particular hasta 1990.

En segundo lugar, y tomando en cuenta la caracterización de los principales factores determinantes de la prima de riesgo planteada en la sección anterior, es inmediato constatar que los momentos de inestabilidad más marcada estuvieron asociados a episodios de aguda fragilidad externa, es decir, a situaciones críticas del balance de pagos y del mercado de cambios, de modo que la capacidad de pago de los compromisos externos estuvo involucrada de manera muy directa.

---

<sup>9</sup> En todos los casos el diferencial de riesgo se calcula comparando las tasas de los títulos del Tesoro de los EE.UU. con las de títulos *en dólares* del gobierno argentino. De este modo, dicho diferencial corresponde a la presencia de factores de riesgo distintos del riesgo de devaluación.

**Cuadro 1. Prima de riesgo estimada de la deuda soberana de la Argentina por periodos seleccionados**

Período (trimestres)	Prima Promedio (%)
1981:3-1982:2	2.44
1982:3-1985:2	10.64
1985:3-1987:2	9.04
1987:3-1990:1	19.16
1990:2-1991:1	16.36
1991:2-1993:4	7.30
1993:2-1994:1	3.87
1994:2-1994:4	6.70
1995:1-1995:4	12.42
1996:1-1996:4	6.55
1997:1-1997:3	2.92
1997:4-1998:2	4.20
1998:3-1999:1	7.29

Gráfico 1. Prima de riesgo estimada de la deuda soberana de la Argentina (promedios por trimestre, 1981:3-1999:1)

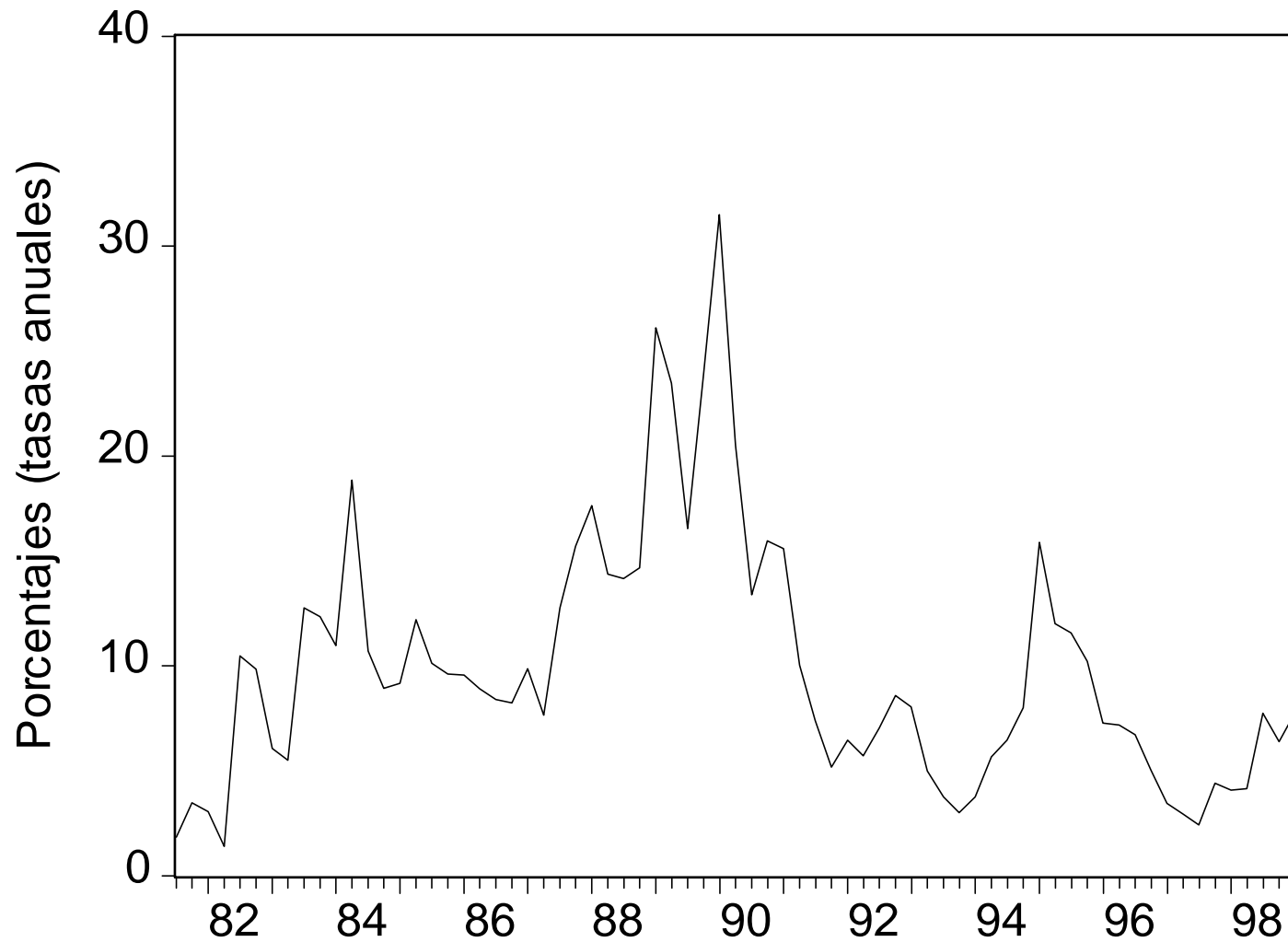
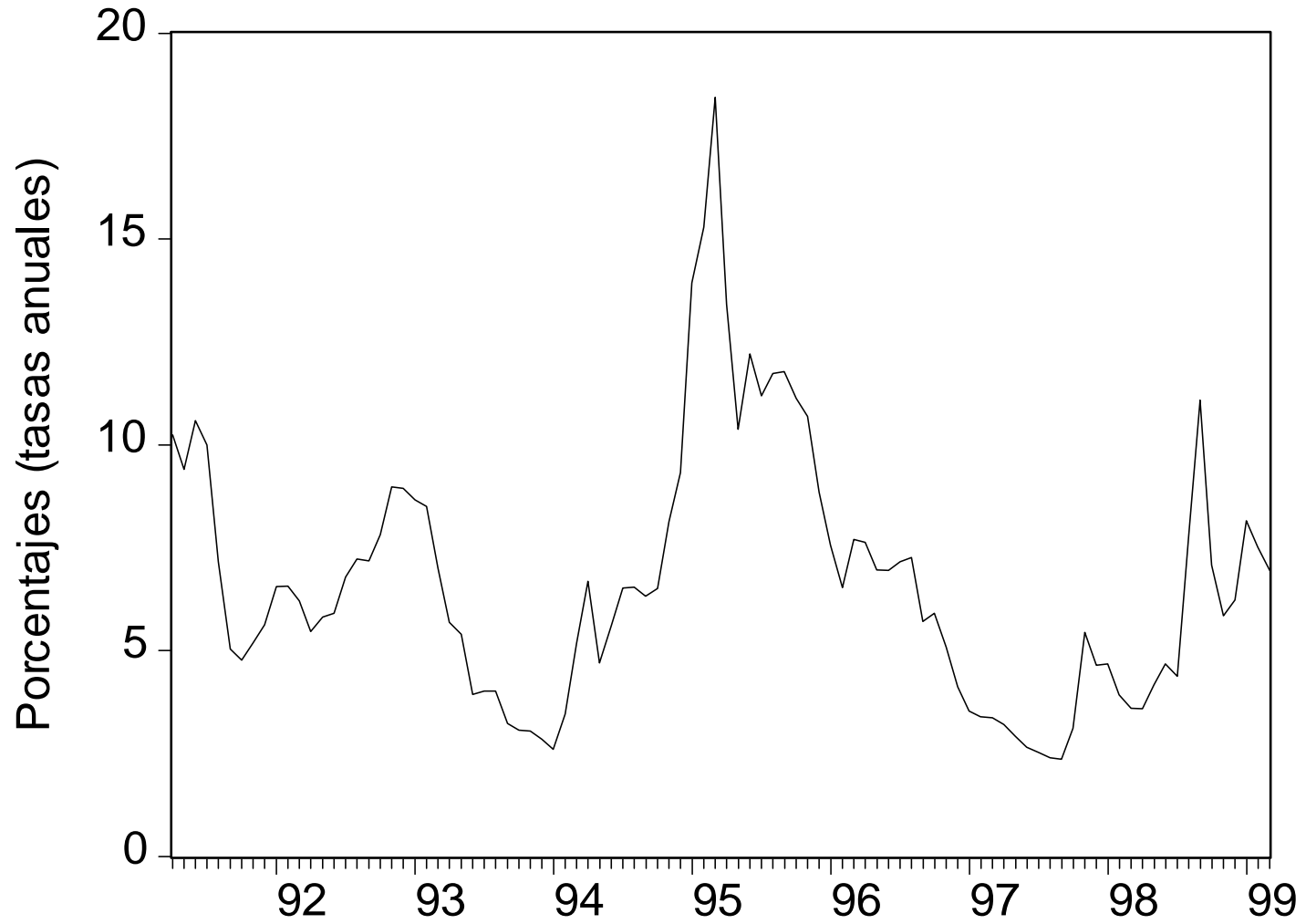


Gráfico 2. Prima de riesgo estimada de la deuda soberana de la Argentina (datos mensuales, 1991:04-1999:03)





Se destacan en especial, como acontecimientos particularmente críticos (y como “picos” en la serie de prima de riesgo volcada en el gráfico 1) los asociados a la crisis de la deuda (los “saltos” iniciados en 1982 y que se extienden hasta 1984), luego los máximos de 1989 y 1990, vinculados a dos crisis cambiarias que a su vez detonaron dos episodios de hiperinflación, y finalmente el pico relacionado con el llamado efecto tequila, en 1995, que tomó en la Argentina la forma de una súbita –aunque poco prolongada– contracción del financiamiento externo recibido, que por un breve período se tornó negativo.

Excepto en el último episodio mencionado, las crisis del sector externo tendieron a generar devaluaciones y aceleración inflacionaria, factor que también tiene peso per se en las evaluaciones de riesgo, según se indicara también en la sección precedente.

En el gráfico se observa también que la prima de riesgo ha tendido nuevamente a moverse al alza desde mediados de 1997, debido al impacto sucesivo de las crisis del sudeste asiático, de Rusia y la más reciente del Brasil. Sin embargo, esta suba reciente (que puede observarse con mayor nitidez en los datos mensuales, volcados en el gráfico 2) ha sido bastante menor que la que siguió a la crisis de México de diciembre de 1994.

La crisis de la deuda de 1982 tuvo como dato central el racionamiento del crédito internacional para numerosos países que se habían endeudado fuertemente en los años precedentes. El racionamiento del crédito se dio en un marco financiero externo caracterizado también por tasas de interés internacionales excepcionalmente elevadas en comparación histórica. Si se consideran los grandes balances macroeconómicos de los países de América Latina a comienzos de los años ochenta, por ejemplo, se observa la presencia generalizada de déficits significativos (y crecientes, hasta 1982) en las cuentas corrientes del balance de pagos<sup>10</sup>.

---

<sup>10</sup> Déficit agravados por el elevado nivel de las tasas internacionales (que operaban sobre stocks de deuda que habían crecido significativamente en la segunda mitad de los años setenta, acrecentando los devengamientos de servicios financieros a transferir al exterior), y por la recesión desencadenada, en los países desarrollados, por esas mismas tasas de interés elevadas, con la consecuencia de menores volúmenes de exportaciones hacia esas áreas, y menores precios de exportación, todo lo cual desmejoraba los resultados del comercio.

Desde mediados de 1982, la coexistencia de déficits en cuenta corriente con racionamiento del crédito externo significó la imposibilidad de cumplir no sólo con el flujo regular de amortizaciones de los compromisos externos, sino también con el pago de los intereses devengados sobre las deudas, los cuáles en la mayor parte de los casos, incluida la Argentina, sólo podían por entonces ser cubiertos parcialmente<sup>11</sup>. El resto de los servicios financieros pasó a ser refinanciado de facto, en general involuntaria o forzosamente, por los acreedores externos, en su mayoría bancos privados. En ese contexto se comprende el salto significativo de la prima de riesgo, que partiendo de niveles inferiores al 2,5% anual en promedio, antes de la crisis, pasa a promediar alrededor de 10,6% anual desde la crisis hasta mediados de 1985 (cuadro 1).

El período siguiente, desde mediados de 1985 hasta mediados de 1987, no es muy diferente del precedente en lo que se refiere a la prima de riesgo promedio afrontada por la deuda soberana de la Argentina, que bajó levemente, ubicándose en el entorno de 9% anual. Pero, según se observa en el gráfico 1, la serie presenta una mayor estabilidad y también una tendencia suavemente declinante. Ambos rasgos pueden asociarse al transitorio éxito del plan de estabilización lanzado en junio de 1985, el Plan Austral, y al apoyo externo recibido inicialmente por el mismo.

Sin embargo, los indicadores de fragilidad externa de la economía presentaban por entonces una evolución desfavorable. A comienzos de 1987 se observaba un deterioro muy importante de las cuentas del balance de pagos de la Argentina (la cuenta corriente no había dejado en ningún momento de ser deficitaria, pero la combinación de cierta apreciación del tipo de cambio –generada por el intento de estabilización con ancla cambiaria- con una caída de los precios de exportaciones y una declinación de los saldos exportables –debida en parte a factores climáticos- comprometió aún más los resultados del intercambio comercial).

---

<sup>11</sup> El racionamiento generalizado del crédito siguió a la cesación de pagos de México, en agosto de 1982. En el caso argentino, sin embargo, ese problema se manifestó anticipadamente (si bien se trataba por entonces de un caso aislado), al comienzo del conflicto bélico del Atlántico Sur. A partir de ese momento el país quedó de hecho segmentado de los mercados internacionales de crédito.

La escasez de divisas se tornó apremiante y llevó al país a una situación de moratoria de hecho en los pagos del servicio de la deuda con la banca privada, comprometiendo seriamente la sostenibilidad de la política de estabilización.

En ese cuadro de creciente incertidumbre fueron revirtiéndose progresivamente los logros iniciales del plan Austral en materia de estabilidad y recuperación económica, hasta desembocar en la crisis cambiaria de febrero de 1989 que puso fin al plan Primavera y detonó la primera hiperinflación.

En esta fase de acentuación de la fragilidad externa y progresiva pérdida de los logros antiinflacionarios, desde mediados de 1987 hasta el primer trimestre de 1990, la prima de riesgo alcanza valores muy elevados. Toca un máximo (promedio trimestral) superior a 31% anual a comienzos del año 90, cuando tiene lugar el segundo episodio de hiperinflación, y alcanza un promedio del orden de 19% anual para todo ese período.

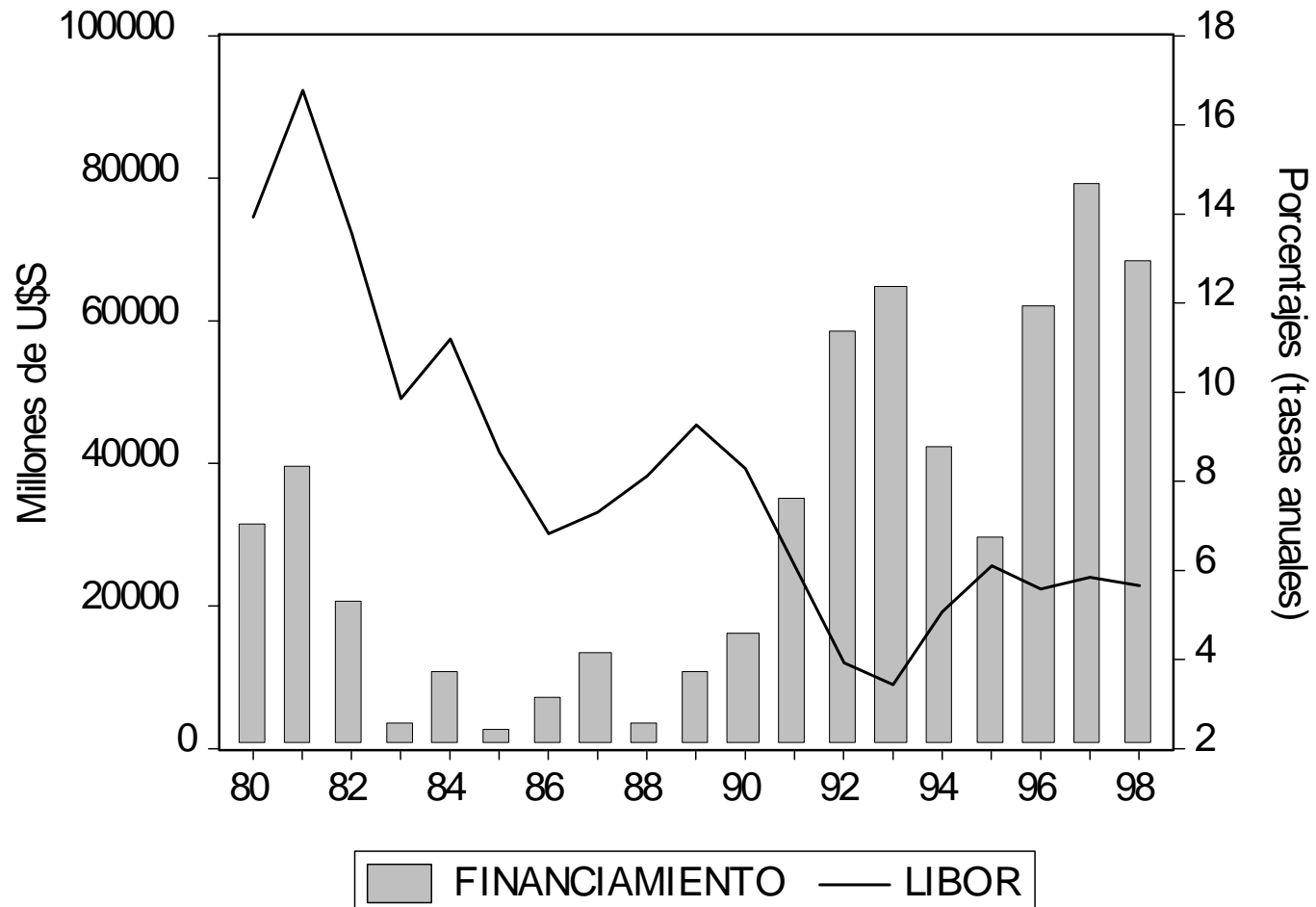
### **3. El riesgo soberano en la década presente**

#### ***Los factores externos: el comportamiento de las tasas de interés internacionales***

Desde el segundo trimestre de 1990, superada la segunda crisis hiperinflacionaria, se constata una declinación muy importante de la prima de riesgo, que se acentuará en 1991, luego del lanzamiento del Plan de Convertibilidad, en abril de ese año. En la fase inicial del plan, desde ese momento hasta finales de 1993, la prima de riesgo promedia 7.3% anual, y cae por debajo del 4% en el período posterior, hasta el primer trimestre de 1994. Este último valor era el más bajo registrado hasta entonces, desde la crisis de la deuda (gráfico 1 y cuadro 1).

Esta muy significativa caída de la prima de riesgo de la deuda soberana argentina a comienzos de los noventa refleja un cambio fundamental en el cuadro macroeconómico del país en ese lapso. Un conjunto de factores contribuyen a explicar este comportamiento.

Gráfico 3. Financiamiento neto recibido anualmente por América Latina y tasa de interés internacional (1980-1998)



En primer lugar, cabe mencionar una modificación muy evidente en el escenario financiero externo. La misma se ilustra en el gráfico 3. Las tasas de interés internacionales (representadas en el gráfico por la Libor) declinaron perceptiblemente entre 1989 y 1993.

En el mismo gráfico se observa (en la serie correspondiente al financiamiento neto anual recibido por los países de América Latina y el Caribe en conjunto) que en ese lapso se produjo también un aumento considerable en la disponibilidad efectiva de recursos financieros<sup>12</sup>. Es decir que no sólo se hizo posible acceder a financiamiento a tasas más bajas, sino también en cantidades claramente contrastantes con el cuadro de racionamiento financiero que había sido característico de los años ochenta.

Un efecto directo de la declinación de las tasas internacionales de interés es el de aliviar la cuenta corriente de los países con posición deudora neta, al reducir el flujo de servicios sobre los compromisos adquiridos con anterioridad.

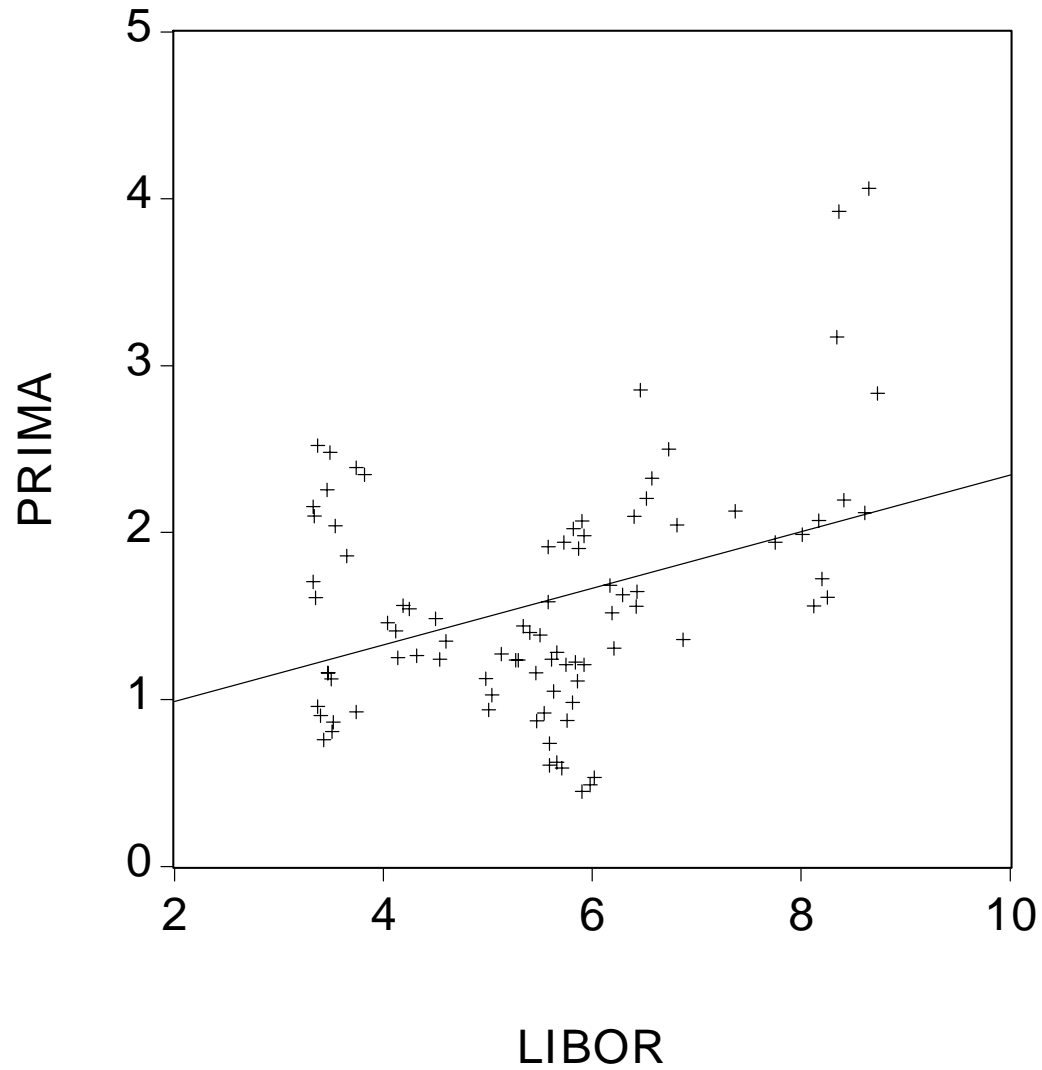
Lo mismo sucede naturalmente con las cuentas fiscales, puesto que declina también la carga constituida por el servicio de la deuda pública, medido en dólares. Si la declinación es muy marcada, como lo fue a comienzos de los años noventa, el impacto favorable sobre la economía puede también ser muy importante.

El alivio financiero derivado de una baja de tasas internacionales parece generar, en la percepción de los agentes económicos (según se refleja en los precios de mercado), una mejora en las probabilidades de cumplimiento de los compromisos financieros de países emergentes, es decir, de los gobiernos y agentes privados radicados en ellos.

---

<sup>12</sup> El cuadro presenta datos regionales, para enfatizar el hecho de que el cambio de contexto afectó al conjunto del continente latinoamericano, aunque alcanzó también a países de otras áreas, como el sudeste de Asia. El caso argentino no fue ajeno a este cambio general. En realidad, la Argentina fue una de las economías en las que la renovada disponibilidad de financiamiento externo se manifestó con mayor intensidad.

Gráfico 4. Prima de riesgo de la deuda soberana de la Argentina y tasa LIBOR (Promedios mensuales, 1990:01 a 1997:06)



Lo contrario sucede generalmente frente a subas de las tasas internacionales. Y eso se refleja a su vez en el comportamiento de la prima de riesgo. En efecto, ésta tiende a moverse en el mismo sentido que las tasas internacionales, pero suele variar más que proporcionalmente a las mismas<sup>13</sup>.

Lo que acaba de señalarse puede verse ilustrado, con datos mensuales de la Argentina, en el gráfico 4. Allí se han volcado las cifras relativas a la tasa Libo y a la prima de riesgo sobre la deuda soberana argentina. Debe resaltarse el hecho de que ésta última está medida *como proporción de la Libor*. Los datos corresponden al período extendido entre el inicio de los años noventa y mediados de 1997.

Cada punto en el gráfico corresponde a los valores medios observados de ambas variables, en determinado trimestre. La recta que cruza el gráfico es la recta de regresión entre las dos variables. Se observa que ambas estuvieron asociadas positivamente, en el período contemplado en el gráfico. Es decir que, como se indicó más arriba, las variaciones de la tasa Libo tendieron a estar asociadas con variaciones en el mismo sentido pero *más que proporcionales* de la prima de riesgo<sup>14</sup>. En síntesis, el inicio de los años noventa estuvo caracterizado, entre otros aspectos, por menores tasas de interés internacionales y por una declinación más que proporcional de las primas de riesgo.

A ese cambio favorable en el contexto externo hay que adicionar otro importante, ya mencionado y estrechamente vinculado con el anterior: el aumento en la disponibilidad de recursos financieros. En 1990 México concretó la firma del primer acuerdo Brady de renegociación de la deuda, lo que constituyó una señal de progresiva normalización del crítico y persistente escenario de racionamiento financiero que se había configurado también a partir de México, con la crisis de pagos externos de 1982.

---

<sup>13</sup> En UI Haque, Mathieson y Mark, al examinar los criterios seguidos para calificar riesgo de crédito por parte de las agencias Institutional Investor, Euromoney y the Economist Intelligence Unit, se señala que cuando las tasas de interés internacionales aumentan en un 1%, la clasificación de un país a corto plazo baja dos puntos en el caso de I.Investor y EIU, y siete puntos en el de Euromoney, independientemente de la evolución económica interna. Esta afirmación abarca a todos los países en desarrollo, y se asienta en el hecho de que una suba de las tasas externas tiende a generar una mayor vulnerabilidad financiera de las economías involucradas.

<sup>14</sup> Puesto que la "prima" está medida como proporción de la Libo, variaciones *proporcionales* arrojarían una recta de regresión horizontal, en lugar de la línea de pendiente positiva del gráfico.

Este signo de normalización se sumó a la declinación de las tasas (que significó una reducción del diferencial entre los rendimientos financieros en el mundo desarrollado y los que podían obtenerse en los que comenzaron a ser denominados “países emergentes”), para dar lugar a un fenómeno entonces novedoso: la recomposición del flujo de financiamiento hacia esas economías, luego de años de marcada escasez.

En el gráfico 3 se observan los flujos netos de financiamiento recibidos anualmente por el conjunto de las economías de América Latina y el Caribe desde 1980. Es perceptible el contraste entre el período iniciado en 1990 y el lapso 1982-90, marcado por el racionamiento. En un único año (1993, ó 1997, por ejemplo) la región latinoamericana recibió más financiamiento que el obtenido en el total del período de racionamiento 1983-90.

Naturalmente, si por un lado menores tasas de interés contribuyeron a reducir el desequilibrio en cuenta corriente, por otro el acceso al crédito facilitó el financiamiento de los déficits remanentes. Ambos factores contribuyeron en consecuencia de manera importante a hacer posible un mejor funcionamiento macroeconómico. Y completando un círculo virtuoso, el mejor desempeño de la economía es en sí mismo una buena señal para los mercados financieros que puede gravitar favorablemente sobre la prima de riesgo país.

### ***Factores internos: estabilización y reformas***

Hasta aquí se han destacado los factores externos más importantes. Los de origen interno tuvieron también, sin dudas, un peso muy significativo.

Desde comienzos de 1990, estando en desarrollo el segundo episodio de hiperinflación, la adopción de una estricta política fiscal “de caja” contribuyó a frenar la burbuja cambiaria que impulsaba la tendencia explosiva de los precios, la que pudo ser contenida en marzo de ese año. Muy poco después se produjeron los primeros logros importantes en materia de privatizaciones. Esto mostró que el gobierno estaba efectivamente dispuesto a avanzar en el camino de las reformas económicas “pro



mercado". Las bases legales para dichas reformas habían sido establecidas en 1989, con las leyes de Emergencia Económica y de Reforma del Estado<sup>15</sup>.

Los avances en el proceso de ajuste fiscal y los logros incipientes en materia de reformas estructurales se reflejaron en una caída significativa de la prima de riesgo de la deuda soberana, perceptible ya en 1990, antes del lanzamiento del plan de convertibilidad. Seguramente también contribuyeron a ello otros factores, como el logro, en 1990, de un pequeño superávit en cuenta corriente, cierta recomposición del acervo de reservas de divisas del Banco Central posibilitada en parte por ese superávit, y la tendencia expansiva que evidenciaban las exportaciones en los últimos años de la década pasada.

Otro hecho muy destacable, y que habría operado en el mismo sentido, es la eliminación de la deuda pública de muy corto plazo mediante el llamado Plan Bonex, al comienzo de 1990. Al eliminar drásticamente el problema difícil de manejar constituido por una deuda a plazos extremadamente cortos, que devengaba un flujo creciente de intereses, se estableció uno de los prerequisites para hacer posible una estabilización exitosa.

Sin embargo, ese episodio constituyó también un caso de incumplimiento de compromisos financieros adquiridos. A pesar de ello, parece haber tenido un efecto favorable sobre la prima de riesgo, según se constata en la evolución de la misma a partir de marzo de 1990. Esto indica que la estabilidad macroeconómica tiene una muy alta valoración como factor a considerar en la evaluación de riesgo. Pero el efecto favorable del Plan Bonex fue también consecuencia, probablemente, del hecho de que involucraba un incumplimiento de compromisos financieros *internos*, mientras que rápidamente se daban señales de que se procuraría normalizar los pagos de servicios sobre los compromisos de la deuda *externa* pública.

Además, el sólo hecho de que la deuda interna de corto plazo hubiese sido sustituida forzosamente por títulos denominados en moneda extranjera (Bonex) cuyo

---

<sup>15</sup> El Ejecutivo utilizaría además, intensamente, los decretos de necesidad y urgencia como vía más expeditiva para decidir, en el plano de las reformas económicas y en otros.

servicio se respetaba escrupulosamente tendía también a confirmar a los acreedores externos que el episodio en sí no configuraba una mala señal, desde su perspectiva.

Por otro lado, si bien ese acontecimiento parece haber tenido, en consecuencia, un impacto cuanto menos neutro -aunque probablemente positivo- sobre la prima de riesgo (a pesar de haberse visto en cuestión la seguridad jurídica), es probable que haya mantenido una gravitación negativa en las evaluaciones de riesgo de crédito que realizan las calificadoras internacionales. En efecto, la “historia de incumplimientos” financieros parece tener un peso no desdeñable a la hora de establecer los “rankings” de deudores<sup>16</sup>.

Más tarde, a comienzos de 1991, se tomaron varias medidas que constituyeron un importante avance hacia una mayor apertura comercial, y en abril de ese año se produjo el lanzamiento del plan de estabilización basado en la fijación del tipo de cambio y en el establecimiento de la libre convertibilidad de la moneda. Ese plan tendría un éxito notable en materia antiinflacionaria, potenciando en consecuencia los efectos benéficos del cambio en el contexto externo.

Como ya se ha señalado, las tasas de inflación son consideradas frecuentemente por las evaluadoras de riesgo de crédito como una suerte de “indicador resumen” de la calidad del desempeño macroeconómico de un país y, en consecuencia, como un factor de primer orden a considerar en las evaluaciones de riesgo de incumplimiento. Este factor suele incidir grandemente en las calificaciones de la deuda soberana y por ende es razonable concluir que el mismo pesa también en la determinación de las primas de riesgo reflejadas por los diferenciales de mercado. Así, el éxito antiinflacionario del plan de convertibilidad seguramente contribuyó con una reducción adicional de la prima de riesgo, potenciando además la reducción de las tasas de interés internas<sup>17</sup>.

---

<sup>16</sup> Ver al respecto Cantor y Packer (1996) y Kiguel y Lopetegui.

<sup>17</sup> Como se ha señalado, en los años noventa la economía ingresó en una etapa de estabilidad de precios, luego de la implementación del Plan de Convertibilidad. Sin embargo, si se considera la amplitud de las fluctuaciones cíclicas (definidas por ejemplo por la diferencia entre el PIB observado y el “tendencial”), se constata que las mismas han sido comparables a las de la década anterior. Es decir que las oscilaciones del producto en torno a sus valores tendenciales fueron de amplitud semejante a la observada en los ochenta, pero sobre una tendencia diferente: en la década anterior el crecimiento tendencial fue próximo a cero (levemente negativo), mientras que para los noventa puede estimarse una tasa de crecimiento tendencial del orden de 4.5% al año. Lo que esto indica es que la volatilidad “real”

Por otra parte, la supresión de los controles de cambio –asociada al establecimiento de la regla de convertibilidad- y la legalización de las transacciones en dólares contribuyeron también a mejorar el acceso del sector privado al crédito externo y a reducir el riesgo de las obligaciones privadas. En efecto, bajo ese marco institucional, si el mismo es percibido como sostenible, el riesgo incumplimiento de la deuda privada externa disminuye en la medida en que existen claros desincentivos para la acción discrecional del gobierno –dirigida por ejemplo a restablecer los controles de cambio-.

Acciones de tal tipo tendrían en ese contexto un elevado costo en términos de reputación –además de ser de difícil ejecución-, por lo cual probablemente sólo se incurriría a ellas en un cuadro de emergencia extrema.

### ***El período 1992-97***

El comportamiento declinante de la prima de riesgo de la deuda soberana observado desde el inicio de la década presente se revierte moderadamente, según se observa en los gráficos 1 y 2, por un breve período en la segunda mitad de 1992. Ese lapso fue para la economía argentina un paréntesis de relativa tensión, en particular en los mercados financieros, dentro de la larga fase expansiva que se extendería hasta el cierre de 1994.

Esta suba temporaria de la prima de riesgo soberano afrontada por la Argentina resulta un tanto paradójica si se toma en cuenta que en abril de 1992 el país había accedido al acuerdo de renegociación de la deuda en el marco del plan Brady. Lo cierto es que pese a ello, un lapso relativamente convulsionado comenzó hacia mediados de ese mismo año. A lo largo de julio y agosto se produjo una fuerte caída de precios de las acciones en la bolsa de Buenos Aires, y la tensión alcanzó su punto máximo algo más tarde, con una corrida cambiaria extendida entre el 11 y el 13 de noviembre. Fue esa la

---

de la economía ha seguido siendo relativamente elevada. Este factor seguramente opera en sentido contrario a la declinación de las tasas de inflación, limitando la caída de la prima de riesgo país.

primera corrida desde el inicio de la convertibilidad, y durante la misma, en tres días, el Banco Central perdió alrededor de 300 millones de dólares de sus reservas.

En este lapso se produjo una reestatización parcial de Aerolíneas Argentinas, en medio de un conjunto de señales negativas. Entre éstas se contaba también un fuerte y sostenido deterioro del saldo del comercio y, con ello, de algunos indicadores de fragilidad externa como el cociente “déficit de cuenta corriente/exportaciones”.

Como respuesta a esa situación, en octubre de 1992 se elevó de 3 a 10% la “tasa de estadística” aplicada sobre las importaciones, y se produjeron otros cambios en el régimen comercial (como el restablecimiento de reembolsos a las exportaciones) que en conjunto fueron equivalentes (en sus efectos sobre los precios de los bienes comerciables) a una devaluación de entre 5 y 8%.

En ese contexto, los ingresos de capitales evidenciaron un freno. De un promedio mensual del orden de los 1000 millones de dólares en el último trimestre de 1991, pasaron a un promedio de alrededor de 300 millones en el tercer trimestre de 1992, con lo que se estabilizaron las reservas de divisas (dejaron de crecer) y lo mismo sucedió con los indicadores del grado de monetización. También la trayectoria ascendente del PIB sufrió una corta interrupción, asociada al clima de mayor incertidumbre y de tensión financiera que se ha descrito.

En noviembre de 1992, como respuesta a la corrida cambiaria, las autoridades siguieron el camino de “profundizar la convertibilidad”, lo que en relación con el sistema financiero significó, más precisamente, facilitar la dolarización de las carteras. En particular, se posibilitó a los bancos mantener en dólares los encajes sobre los depósitos en pesos, reduciendo de ese modo el riesgo cambiario. Las medidas lograron frenar rápidamente la corrida y el panorama macroeconómico volvió, ya en el primer trimestre de 1993, a asemejarse al anterior a los episodios de 1992.

Es así que, luego de aquella breve fase de turbulencia, la prima de riesgo retoma el sendero declinante, cayendo por debajo de 4% anual desde mediados de 1993 hasta el primer trimestre de 1994.(véanse el cuadro 1 y el gráfico 2). Se trataba de las menores primas de riesgo observadas desde la crisis de la deuda de 1982.

Esa tendencia se invierte nuevamente desde comienzos de 1994, es decir, bien antes de la crisis de México que habría de desencadenar el llamado “efecto tequila”: entre el primer y el último trimestre de ese año la prima osciló en torno a una media del orden de 7% (cuadro 1). El factor decisivo de esta reversión fue de origen externo: el comportamiento de las tasas de interés internacionales. En febrero de 1994 la Reserva Federal de los EE.UU. decidió comenzar la que sería una serie de correcciones alcistas de sus tasas de descuento, que a su vez inició una suba generalizada de las tasas de interés en los mercados internacionales (ejemplificada en el gráfico 3 por el comportamiento de la tasa Libo). Este episodio volvió a mostrar evidencia en favor del argumento, presentado más arriba, según el cuál las primas de riesgo suelen mostrar una respuesta más que proporcional, y en el mismo sentido, ante cambios en las tasas internacionales de interés. Lo observado para la Argentina puede constatarse también en las cifras de otras economías “emergentes” como México, Chile y Brasil.

Sin embargo, en 1994, el aumento observado en las primas de riesgo fue más acusado en los casos de México y Argentina que en los de Colombia, Chile y Brasil, por ejemplo. Si bien el punto es polémico y ha sido discutido intensamente, parece claro que la mayor vulnerabilidad externa que presentaba México, en particular, y también la Argentina –aunque atenuada en este caso debido a lo reducido del endeudamiento de corto plazo- fue un factor de peso en la evolución del riesgo según es indicado por el comportamiento de los precios de mercado. Estos dos últimos países presentaban déficits de cuenta corriente del balance de pagos y relaciones “déficit de cuenta corriente/exportaciones”, o “deuda total/exportaciones”, por ejemplo, más desfavorables que las restantes economías mencionadas (y que el promedio de la región) por lo que estaban más expuestos a las fluctuaciones de los movimientos de capitales.

El “pico” de la prima de riesgo se alcanza en el trimestre inmediatamente posterior al desencadenamiento de la crisis de México (es decir, en el primer trimestre de 1995). En ese año, el promedio de dicha prima fue de 12.5% en términos de tasa anual (cuadro 1), aunque ese promedio resulta de registros declinantes. La declinación se acentúa en 1996, cuando la prima promedio resulta de 6.55%, casi la mitad que el año anterior, y

nuevamente se reduce aproximadamente a la mitad al año siguiente: entre el primer y el tercer trimestre de 1997 se alcanzan los valores más bajos de la década (un promedio de 2.9%), muy poco por encima de los registros de inicios de los años ochenta, anteriores a la crisis de la deuda. Además, esta declinación posterior al impacto del tequila presenta un claro contraste con lo observado luego de la crisis de 1982, tras la cual la prima de riesgo saltó a niveles persistentemente más elevados.

Entre los factores que explican esta nueva y relativamente veloz declinación cabe contabilizar, como más importantes, los siguientes.

Por una parte, la rápida percepción de que habría de articularse un significativo paquete de ayuda externa, particularmente de origen multilateral, para permitir hacer frente a la súbita escasez de financiamiento privado configurada a principios de 1995. Esa reacción fue marcadamente diferente a la observada durante el desarrollo de la crisis de 1982 y años subsiguientes, durante los cuales el apoyo fue más reticente y la condicionalidad más exigente.

Esta rápida intervención fue crucial para impedir la consolidación de expectativas negativas en el sector privado, y de este modo facilitó una relativamente veloz recuperación del acceso a los mercados de crédito.

La disponibilidad de recursos externos de origen multilateral dio lugar además para que pudiera contarse con mayor margen de acción para apoyar a los bancos en dificultades y evitar un agravamiento de la crisis financiera que siguió al impacto del tequila. Si bien la ley de convertibilidad establece límites estrictos para este tipo de intervención, la disponibilidad de crédito externo -básicamente multilateral- hizo posible el ejercicio de ciertas acciones de “prestamista en última instancia” del sistema financiero por parte de las autoridades, amortiguando el impacto negativo de las salidas de capitales privados. La amortiguación de ese impacto contribuyó también a alimentar la percepción de que, pese a la crisis financiera, la recesión y el aumento del desempleo, la regla de convertibilidad y la paridad cambiaria serían mantenidas. Esto contribuyó también a evitar la consolidación de expectativas negativas.

Finalmente cabe mencionar otra vez dos factores “exógenos” de origen externo que se sumaron al apoyo externo multilateral, haciendo más viable el control de la crisis: las tasas internacionales de interés volvieron a moverse a la baja, y la fuerte expansión económica del Brasil que siguió al lanzamiento del Plan Real (desde mediados de 1994), combinada con una notoria apreciación cambiaria en el país vecino, contribuyeron a una mejora notable del saldo comercial de la Argentina, en un momento en que la misma resultaba particularmente beneficiosa por su coincidencia con el shock financiero externo negativo. En el mismo sentido operó una mejora importante en los precios medios de las exportaciones del país.

Posteriormente, una vez estabilizada la situación y revertidas las expectativas pesimistas, la economía comenzó a recuperarse, reviviendo el “círculo virtuoso” que había caracterizado a los tempranos años noventa. La prima de riesgo acentuó su declinación, hasta caer por debajo de 2,5% anual en el tercer trimestre de 1997, alcanzando así niveles comparables a los observados antes de la crisis de 1982.

## **El lapso 1997-99**

### ***Las turbulencias que siguieron a las crisis del sudeste de Asia y el “flight to quality”***

Por ese entonces, a mediados de 1997, se inicia una nueva etapa en la evolución financiera internacional, a partir de sucesivas devaluaciones en economías del sudeste de Asia. En el gráfico 2 se observa un nuevo pico local de la prima de riesgo de la Argentina en el segundo semestre de 1997, cuando vuelve a superar el 5% anual. Entre el cuarto trimestre de ese año y mediados de 1998 promedia 4.2% (cuadro 1).

En agosto de este último año se produce la crisis rusa, que impacta mucho más fuertemente en los mercados financieros de lo que lo habían hecho los problemas de las economías del Asia. La prima de riesgo de la deuda soberana argentina supera el 11%

considerando el promedio de las observaciones diarias del mes de setiembre de 1998 (gráfico 2). Luego desciende pero sin declinar nuevamente por debajo del 5%. Entre la crisis rusa y marzo de 1999 promedió algo más de 7% anual (cuadro 1), y se observa un nuevo pico local en enero de este año, asociado a la devaluación de la moneda brasileña.

En varios aspectos importantes, la fase crítica que va desde mediados de 1997 hasta entrado 1999 se diferencia del período turbulento precedente, desarrollado entre 1994 y 1995.

Uno de ellos se refiere al comportamiento de las tasas de interés internacionales. En la crisis del tequila las tasas de interés internacionales venían en alza, desde febrero de 1994, según se indicó más arriba. En realidad, es atribuible a ese factor un papel importante en la configuración de las condiciones que dieron lugar a la crisis.

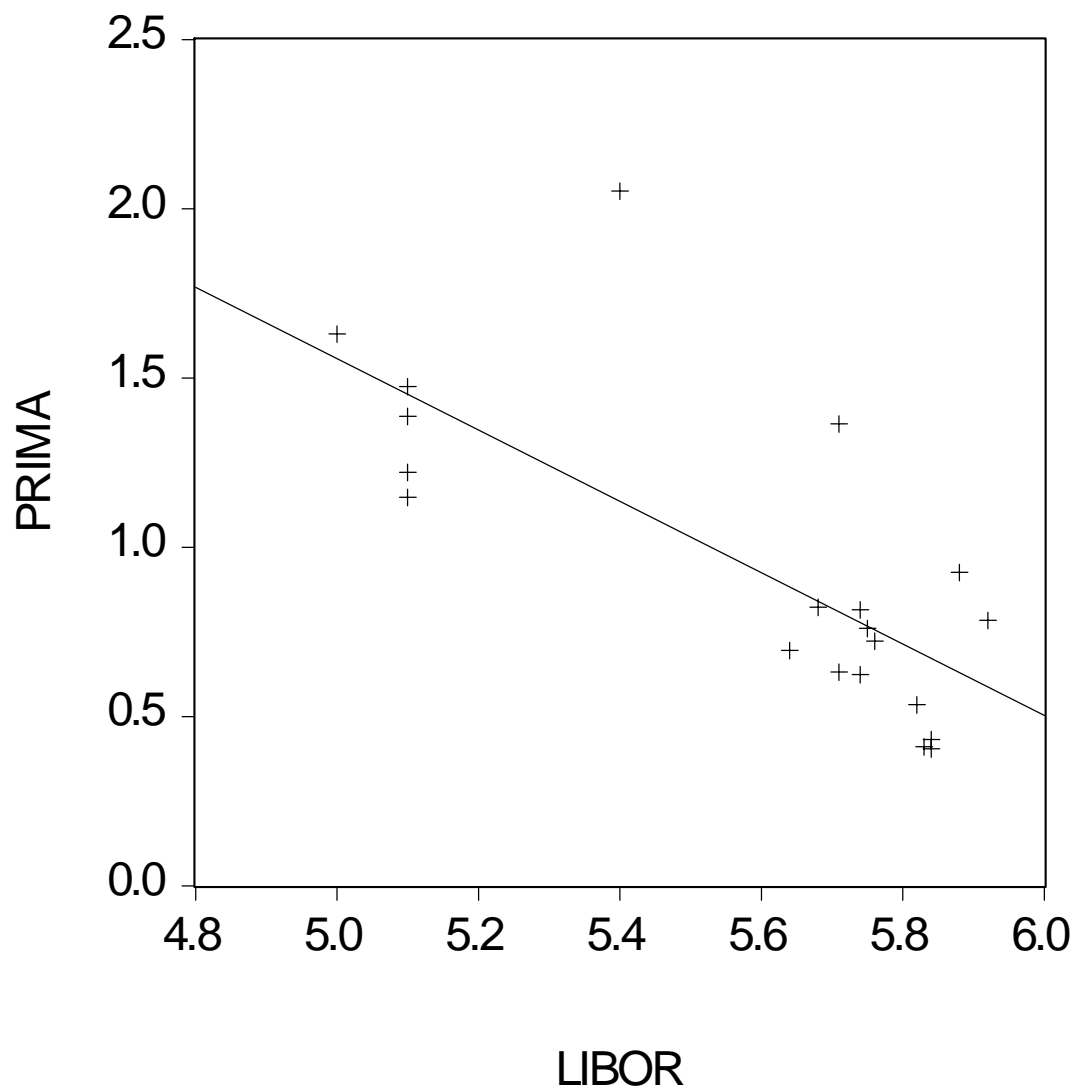
Puede afirmarse que, en esa fase, las tasas internacionales se movieron al alza como resultado del comportamiento de una variable “exógena”, la política monetaria de los EE.UU. El término exógeno aquí se usa no sólo para referir, según el uso habitual, a la manipulación discrecional de un instrumento de política económica. También se pretende indicar que se trató de un fenómeno externo a los procesos económicos en curso en los países emergentes o periféricos.

Por contraste con aquel período, la crisis reciente coexiste con una tendencia levemente *declinante* de las tasas de interés internacionales (véase por ejemplo el comportamiento de la Libor en el gráfico 3), y particularmente de los rendimientos de los títulos del Tesoro de los EE.UU. a largo plazo. Pero esta baja no es independiente de lo que sucede en los países emergentes. Al contrario, ha sido en parte impulsada por decisiones de cartera de los inversores financieros dirigidas a reducir el riesgo pasando de papeles de precios más volátiles a otros más seguros, de “mejor calidad”, el llamado “flight to quality”. Este cambio de cartera tiende a incrementar el precio de los títulos emitidos por deudores “seguros”, con lo cual declinan sus rendimientos.

Esto lleva a calificar el argumento presentado más arriba, referido a la relación positiva entre las primas de riesgo y las tasas de interés internacionales, ilustrado por el gráfico 4.



Gráfico 5. Prima de riesgo de la deuda soberana de la Argentina y tasa LIBO (Promedios mensuales, 1997:07 a 1999:03)



En realidad ese argumento es apropiado cuando las tasas internacionales son impulsadas por las políticas monetarias o fiscales de los países desarrollados, según suele con frecuencia ser el caso. Pero puede surgir evidencia en contrario en momentos excepcionales en los que, como ha venido sucediendo recientemente, se observan cambios de portafolio en el plano internacional, motivados en consideraciones relativas al riesgo.

Así, si se observa la correlación entre la prima de riesgo de la deuda soberana de la Argentina<sup>18</sup> y la tasa Libo, desde mediados de 1997 hasta el presente, es posible constatar que el signo de la relación se invierte (ver las rectas de regresión en los gráficos 4 y 5).

Considerando el diferencial de tasas afrontado por la Argentina, otro hecho destacable es que, a pesar del impacto derivado de sucesivas crisis que tensaron las relaciones financieras internacionales (las del sudeste asiático, la de la economía rusa, la del Brasil), la prima de riesgo, aunque subió marcadamente, se mantuvo muy por debajo de los niveles que había alcanzado en 1995.

El gráfico 6 permite comparar las trayectorias de dicha prima en los dos períodos críticos considerados. Se observa que en el período signado por la crisis mexicana subió rápidamente y continuó subiendo por varios meses, mientras que luego de la crisis rusa, en la que no se alcanzan niveles tan altos del diferencial de tasas, rápidamente se reinicia una tendencia declinante. Esta se interrumpe en enero de 1999 con la devaluación brasileña. Aún así, es llamativo el hecho de que ésta última haya tenido un impacto relativamente menor sobre el riesgo de la deuda argentina, habida cuenta de los múltiples nexos que vinculan a ambas economías, y de la fuerte dependencia del sector externo argentino en relación con el mercado brasileño.

---

<sup>18</sup> Siempre medida como proporción de la Libor.

Gráfico 6. Evolución de la prima de riesgo de la deuda soberana de la Argentina en dos períodos críticos (1994:10 a 1995:07 y 1998:06 a 1999:03)

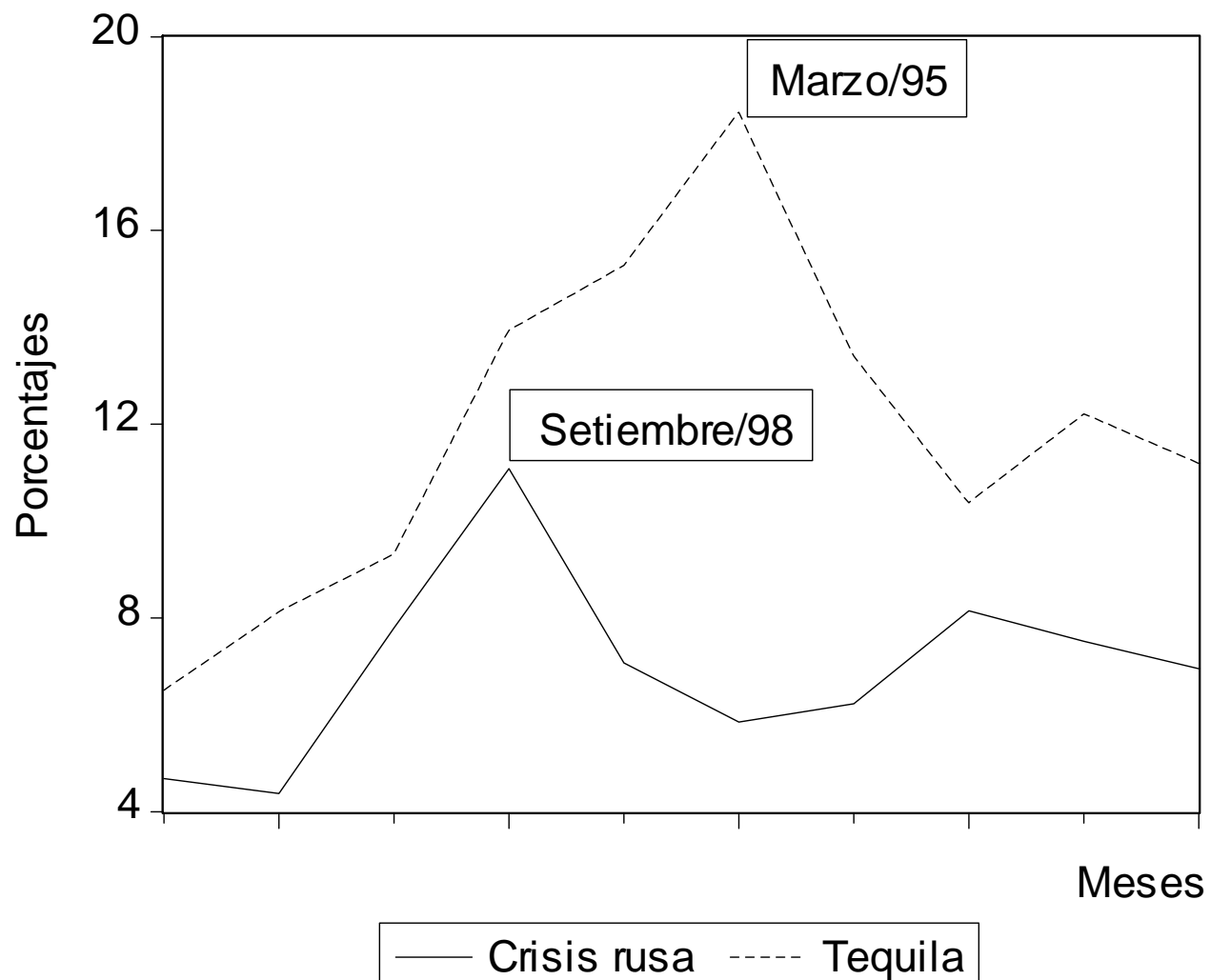
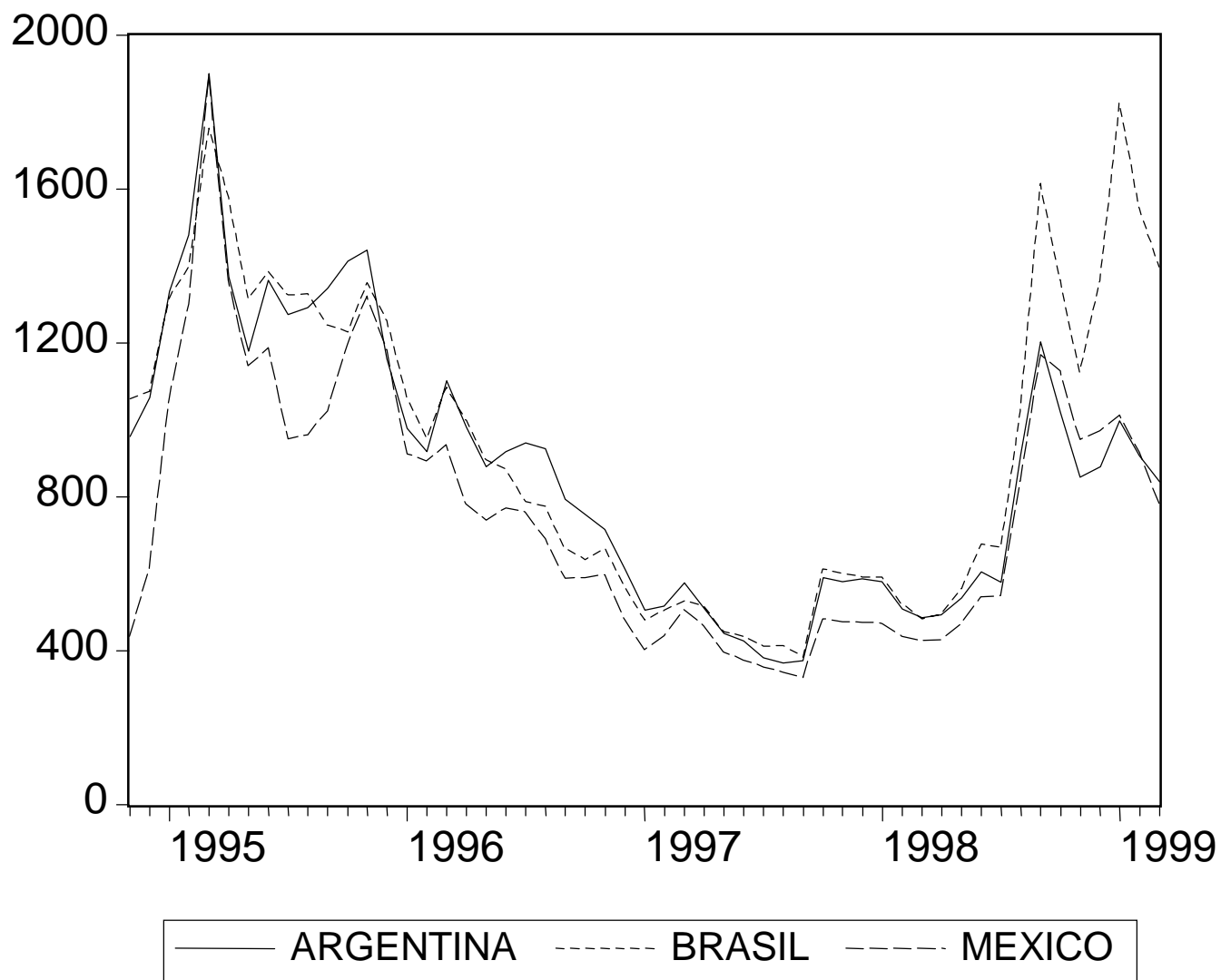


Gráfico 7. Primas de riesgo soberano de Argentina, Brasil y México (en porcentajes, período 1994:11 a 1999:03)



Parece indudable que uno de los factores más importantes de atenuación del impacto del cambio del contexto externo reside en la mayor fortaleza del sistema financiero interno de la Argentina, que actualmente presenta, por contraste con el año 1995, mejores relaciones de liquidez, además de haber sido fortalecido por la combinación de distintos elementos que incluyen una mayor concentración bancaria, la extensión de la propiedad extranjera de la banca residente y los efectos de las acciones del Banco Central dirigidas a mejorar las regulaciones y fortalecer la solvencia de las instituciones del sector.

Con todo, es probable que el deterioro progresivo de las cuentas externas del país, enfrentado a un entorno adverso en lo relativo al comercio, acentuado por la apreciación del peso frente a un amplio conjunto de monedas que se han devaluado recientemente, le ponga un piso a la declinación de la prima de riesgo luego de la crisis brasileña.

También las cuentas fiscales han venido deteriorándose recientemente, como consecuencia de la declinación del nivel de actividad, lo que seguramente operará en el mismo sentido.

### ***Primas de riesgo y efectos de contagio***

Otro hecho que ha sido destacado, en relación con la evolución de las primas de riesgo, es la estrecha vinculación que presentan las correspondientes a algunos grupos de países. En el gráfico 7, por ejemplo, se han volcado los diferenciales de riesgo mensuales medios afrontados por la deuda soberana de tres economías latinoamericanas, Argentina, Brasil y México, desde fines de 1994.

Es evidente que, salvo en contadas ocasiones, las series se mueven estrechamente juntas, lo que puede deberse a que todas ellas dependen de factores contextuales comunes (las políticas monetarias de los países desarrollados, el estado de las expectativas de quienes toman decisiones de portafolio en los mercados internacionales, etc.), como también, en algunas ocasiones, al “contagio” o derrame de ciertos procesos nacionales hacia las otras economías consideradas.

En los cuadros 2 y 3 se muestran los coeficientes de correlación entre las primas de riesgo de esos tres países, y también entre las *variaciones* de esos diferenciales de tasas. En todos los casos la correlación observada es muy elevada.

Aún así, hay matices que cabe destacar. Se observa en el gráfico, por ejemplo, que la prima de riesgo de la Argentina, que hasta mediados de 1997 fue superior a la de los otros dos países en la mayor parte de los períodos, ha tendido más recientemente a igualarse a la de México (quedando incluso por debajo de la misma en algunos períodos) y es menor a la brasileña<sup>19</sup>, lo que indicaría una leve mejoría (relativa) en la percepción que de la Argentina tienen los operadores financieros.

---

<sup>19</sup> La prima de la Argentina en el período considerado puede “explicarse” econométricamente como función lineal de la prima de México (o de Brasil), más una tendencia negativa. O bien, las variaciones de la prima de la Argentina en el período considerado pueden explicarse como función lineal de las de México o Brasil, más una constante negativa.

**Cuadro 2. Coeficientes de correlación entre las primas de riesgo estimadas de las deudas soberanas de Argentina, Brasil y México (1994:11 a 1999:03)**

	<b>ARGENTINA</b>	<b>BRASIL</b>	<b>MÉXICO</b>
<b>ARGENTINA</b>	1.000	0.873	0.938
<b>BRASIL</b>	0.873	1.000	0.897
<b>MÉXICO</b>	0.938	0.897	1.000

**Cuadro 3. Coeficientes de correlación entre las *variaciones* de las primas de riesgo estimadas de las deudas soberanas de Argentina, Brasil y México (1994:11 a 1999:03)**

	<b>ARGENTINA</b>	<b>BRASIL</b>	<b>MÉXICO</b>
<b>ARGENTINA</b>	1.000	0.801	0.920
<b>BRASIL</b>	0.801	1.000	0.741
<b>MÉXICO</b>	0.920	0.741	1.000

## **Bibliografía y referencias**

Bates, P.S. (1997). "Emerging Market Credit Rating Terminology Explained", en Standard and Poor's Global Ratings Criteria: Latin America.

Beers, D.T. and Cavanaugh, M.(1997). "Sovereign Credit Ratings: A Primer", en Standard and Poor's Global Ratings Criteria: Latin America.

Cantor, R. y Packer, F.(1996)."Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings". Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review, octubre.

Cantor, R. y Packer, F. (1995). "Sovereign Credit Ratings". Current Issues in Economics and Finance, Vol. 1, número 3, Federal Reserve Bank of New York, junio.

Chambers, W.J. (1997). "Understanding Sovereign Risk", en Standard and Poor's Global Ratings Criteria: Latin America.

Kiguel, M.A. y Lopetegui, G.E. "Entendiendo el riesgo país", Buenos Aires, mimeo, 1997.

Ul Haque, N., Mathieson, D. y Mark, N. (1997). "Evaluación de las instituciones que califican a los países según el grado de solvencia", Finanzas y Desarrollo, Marzo.