

# RIESGO PAÍS ARGENTINO: IMPLICANCIAS MACROECONÓMICAS Y EVOLUCIÓN RECIENTE

El riesgo país constituye un indicador de gran utilidad cuando se evalúa la situación financiera de una economía. Permite valorar aspectos como la sostenibilidad de la deuda soberana, la capacidad de obtener recursos en el mercado voluntario de crédito y, en ciertas ocasiones, refleja las expectativas en torno al sendero macroeconómico al tiempo que constituye un termómetro para la realización de inversiones en la economía. Desde 2018 el riesgo país argentino volvió al centro de la escena. Esto se dio como consecuencia de grandes oscilaciones que lo llevaron a máximos históricos, reflejando la endeblez de la economía nacional frente a contextos adversos, tanto en el plano externo (suba de tasas internacional y reversión del flujo de capitales) como en el interno (fundamentos macroeconómicos inconsistentes).

## Metodología de cálculo

El riesgo país es un indicador utilizado de forma generalizada en el mundo de las finanzas, tanto públicas como privadas. La estimación del mismo está a cargo del Banco JP Morgan, quien recopila y procesa la información requerida para su confección. En términos sencillos, el riesgo país se calcula como el diferencial de tasas de interés entre los bonos de deuda de un país y los del Tesoro de Estados Unidos, considerados como "libres de riesgo". Matemáticamente viene dado por la siguiente expresión:

$$R_x = (i_x - i_{LR}) * 100$$

$R_x$ : Riesgo país doméstico (en puntos básicos<sup>1</sup>)

$i_x$ : Promedio tasa interna de retorno bono doméstico

$i_{LR}$ : Promedio tasa interna de retorno bono del tesoro de EE.UU.

El indicador del riesgo país refleja la sobretasa que requiere un inversor para prestar dinero a una economía a través de la adquisición de sus bonos soberanos, con lo cual, a medida que la confianza en la sustentabilidad de la deuda disminuye y los distintos indicadores macroeconómicos se deterioran, el riesgo de invertir allí crece, disparando el riesgo país ante un posible no cumplimiento de las obligaciones contraídas.

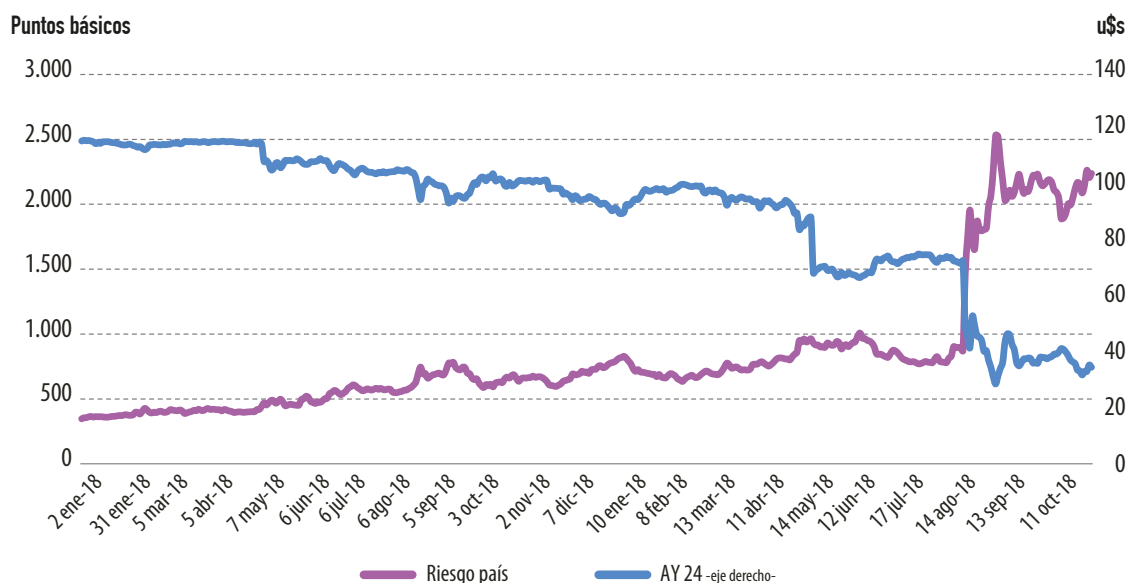
Este proceso se ve reflejado de igual forma en los precios de los bonos soberanos. Dada la relación inversa entre precio de los bonos y tasa de interés, toda vez que estos activos caigan de precio, ya sea por un deterioro de la macroeconomía del país en cuestión; un *shock* externo que derive en una salida masiva de capitales; una mejora en las condiciones crediticias en mercados más atractivos, etc., el efecto inmediato es una variación al alza en el indicador de riesgo país. Por este motivo, para enfrentar menores primas de riesgo soberanos en mercados internacionales de crédito, los países se esmeran para mantener las variables macroeconómicas en senderos estables o al menos previsibles a largo plazo, además de garantizar ciertas condiciones de seguridad jurídica, entre otras.

## Factores que influyen en el riesgo país

Entre los elementos que pueden explicar la variación del indicador se encuentran:

- a. Desconfianza
- b. *Shocks* externos
- c. Movimientos en el flujo de capitales internacionales
- d. Seguridad jurídica e historial crediticio

<sup>1</sup> Constituye la forma de expresar las tasas de interés en el universo financiero (100 puntos básicos equivalen a 1%).

**Gráfico 1. Evolución del Riesgo País y el bono AY24 (BONAR 24)**

**Nota:** el precio del AY24 incluye los cupones devengados. Los mismos se pagan semestralmente en los meses de mayo y noviembre de cada año.

**Fuente:** elaboración propia en base a Bloomberg e Invenómica.

a. Cuando los inversores comienzan a dudar respecto de la capacidad de repago de la deuda ante inconsistencias macroeconómicas sostenidas en el tiempo, se suelen producir ventas de bonos soberanos. Por ejemplo, la desconfianza puede ser producto de déficit fiscal crónico, poca diversificación de las exportaciones, un elevado coeficiente de deuda respecto al producto bruto interno, por citar algunos.

La consecuencia que esto trae aparejado es un impacto negativo en los precios de mercado, elevando los rendimientos (en función del mayor riesgo inherente al activo) y ampliando, como consecuencia, el *spread* o diferencial con respecto a los bonos libres de riesgo.

Un ejemplo puede hallarse con el bono AY24 o BONAR 24. Como puede observarse en el Gráfico 1, la paulatina y sostenida caída del precio de este activo refleja la desconfianza y expectativa negativa en torno al cumplimiento de la obligación contraída. Como consecuencia, la reacción de los inversores es desprenderse del bono, profundizando la baja en la cotización.

b. Un *shock* externo puede significar la salida masiva de capitales de una economía, debilitando los precios de los activos y produciendo un efecto similar al del punto anterior, es decir, un salto del riesgo país. Una situación de este estilo se produjo como consecuencia de la conocida crisis del tequila iniciada en México a fines del 1994<sup>2</sup>, la cual puso en jaque a los países de la región por temor a la propagación de eventos similares a economías emergentes.

En esa oportunidad, la salida de capitales repercutió negativamente sobre la economía argentina como consecuencia de las bases de la convertibilidad: ante un evento de estas características, al existir un tipo de cambio fijado por ley, debía mantenerse un dólar de respaldo por cada peso de base monetaria. Ante una salida de capitales se generó una desmonetización que provocó una contracción económica (con caída de la producción y el empleo) conjuntamente con el salto del riesgo país, que en ese momento llegó al 17%.

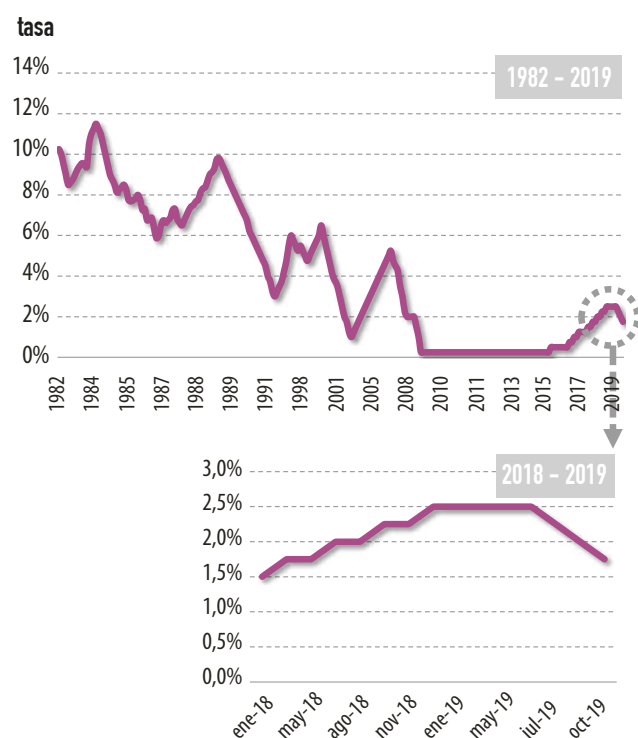
c. Las variaciones en los flujos de capitales pueden dar lugar a depreciaciones tanto en la moneda como en los distintos activos domésticos, en cuyo caso provocan variaciones en el riesgo país. En momentos en los que el rendimiento de los bonos considerados libres de riesgo se modifica, los capitales suelen trasladarse en búsqueda de maximizar sus ganancias demandando u ofreciendo (según sea el caso) bonos locales afectando así el indicador de riesgo país. Si se observa el Gráfico 2, se puede advertir que durante 2018 un proceso de suba de tasas en los Estados Unidos<sup>3</sup> desembocó en la salida de capitales hacia aquel país con el objetivo de posicionarse en activos de escaso riesgo, afectando negativamente los activos soberanos de economías emergentes.

<sup>2</sup> Esta crisis comenzó en el plano financiero con la devaluación de la moneda y la salida abrupta de capitales y se diseminó rápidamente hacia la economía real, generando desempleo y recesión en México.

<sup>3</sup> En rigor, el proceso de suba de tasas en Estados Unidos comenzó en 2016-2017. Sin embargo, se intensificó durante 2018.

## Gráfico 2. Tasa de referencia de la Reserva Federal de EEUU (FED)

Referencia al largo y al corto plazo



Fuente: Investing.com

d. La seguridad jurídica y el historial de crédito es un punto importante al tratarse de riesgo asociado a una inversión. Los países con pocas o nulas experiencias de *defaults* soberanos suelen tener primas de riesgo más bajas que aquellos que han incurrido en cesación de pagos en reiteradas oportunidades. En este punto, el caso argentino es un ejemplo elocuente dada su historia de incumplimiento recurrente.

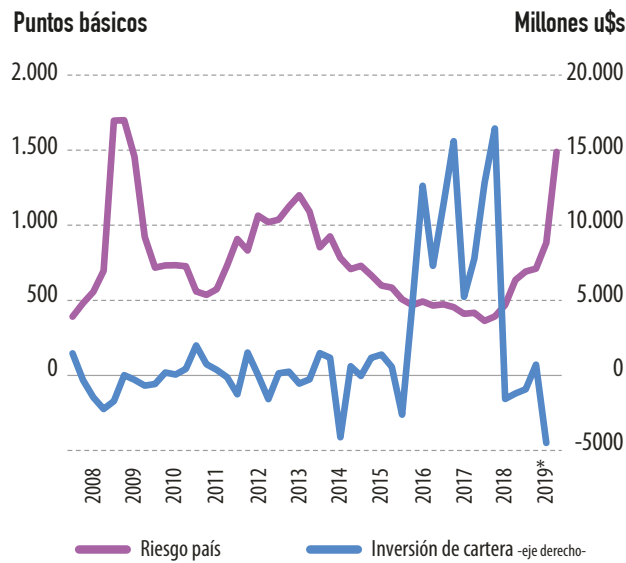
## Consecuencias de altos niveles de riesgo país

Los efectos de tener niveles de riesgo país elevados son numerosos. Entre ellos, el más paradigmático es la dificultad de atraer inversiones, tanto de cartera o financiera (Gráfico 3), como la denominada inversión extranjera directa vinculada a la economía real (Gráfico 4). A grandes rasgos, se podría decir que hay un consenso sobre la relación negativa existente entre el nivel de inversión y el riesgo país dado que, entre otras cosas, eleva el costo del capital (haciendo inviables algunos proyectos de inversión) y genera incertidumbre acerca del recupero del capital involucrado.

La importancia de este indicador radica en que provee de una métrica que refleja la facilidad de acceder al mercado voluntario de crédito por parte de un país y de las empresas que operan allí. Cuando el riesgo de inmovilizar capital es elevado, la compensación requerida para efectuar dicha erogación se traduce en una mayor tasa de retorno que pone de manifiesto el riesgo que se asume. Es por ello, que países con mayor credibilidad (derivada de instituciones fuertes y programas económicos consistentes) cuentan con la posibilidad de financiar sus inversiones vía colocación de deuda a tasas razonables, dado que la probabilidad de que los acreedores no cobren al vencimiento son relativamente más bajas respecto a otras colocaciones.

Por otra parte, la importancia de mantener un riesgo país bajo se incrementa aún más en países con altas necesidades de financiamiento como es el caso de Argentina. En este sentido, los desequilibrios recurrentes en la cuenta corriente ponen presión a la cuenta capital para conseguir las divisas que permitan cerrar los desbalances del frente externo. En el Gráfico 5, es posible advertir cómo las necesidades de divisas aumentan sistemáticamente a lo largo de los últimos años. Es claro que sin acceso a financiamiento a tasas accesibles (lo que presupone un riesgo país moderado) el ajuste para subsanar el desequilibrio existente se produce en el mercado cambiario vía depreciación de la moneda, con lo que ello implica para la economía nacional: caída del salario real, aumento de la pobreza, caída del producto bruto interno, entre otros.

**33.591 millones de u\$s**  
Necesidades de financiamiento acumulada (2018 a 2do trim. 2019)

**Gráfico 3. Evolución de Riesgo País e Inversión financiera**

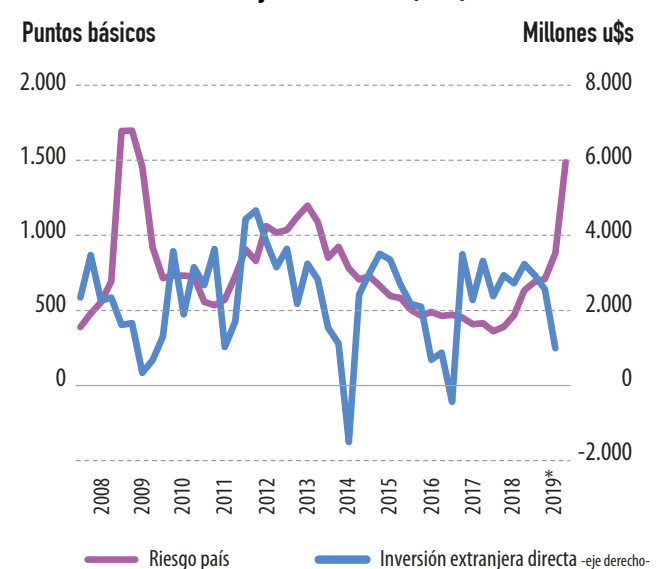
**Nota:** Inversión de cartera = inversión instrumentos financieros (bonos soberanos, corporativos, entre otros)

**Fuente:** INDEC

## Dinámica de la prima de riesgo argentina a partir de 2018

En 2018, y en particular a partir del segundo trimestre del año, la prima de riesgo argentina volvió al centro de la escena económica nacional. La conjunción de un elevado nivel de colocación de pasivos soberanos en el mercado<sup>4</sup>, con un paulatino incremento de la tasa de interés en Estados Unidos (iniciado en 2016 y profundizado en los siguientes dos años) se combinó para producir un escenario desfavorable en materia de financiamiento para el Tesoro Nacional. Este cambio en las condiciones de financiamiento que interrumpió el acceso al mercado voluntario de crédito, se vio reflejado en la caída del precio de los activos domésticos y la consecuente alza del riesgo país tal como se observó en el Gráfico 1.

A su vez, decantó en el acuerdo *stand by* firmado con el Fondo Monetario Internacional en junio de 2018 como herramienta de última instancia para sortear las dificultades financieras. Tal como lo muestra el Gráfico 6, el riesgo país evidenció una aceleración en su tasa de crecimiento, cuyo sendero alcista no se detuvo a partir

**Gráfico 4. Evolución de Riesgo País e Inversión Extranjera Directa (IED)**

**Fuente:** INDEC

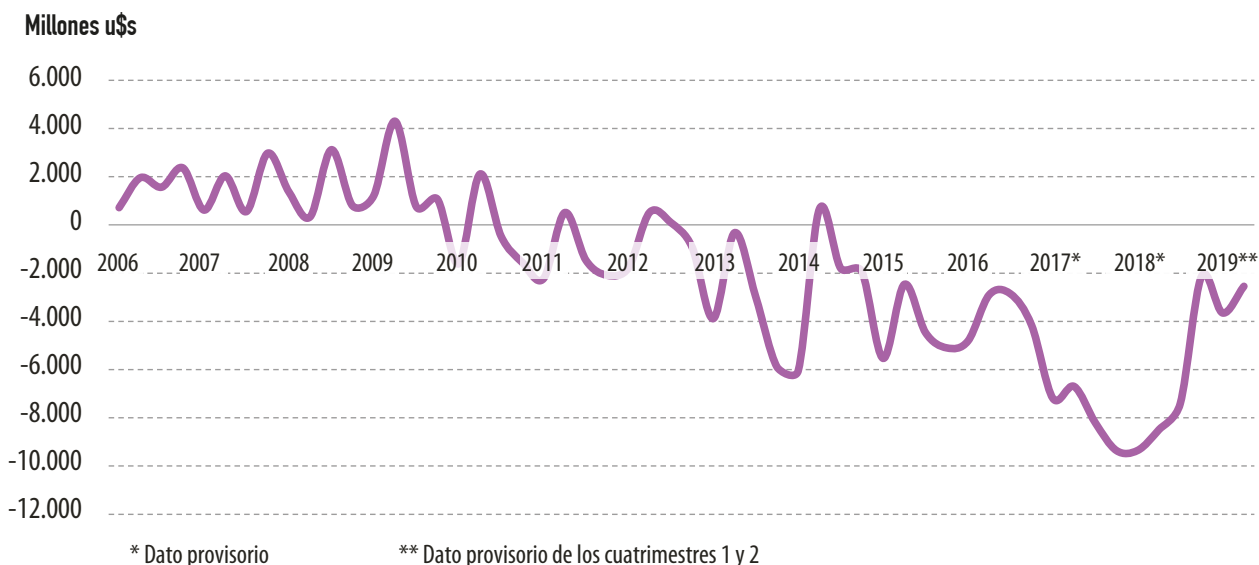
de allí, culminando el año con una variación acumulada de 132%. En cuanto a 2019, con el mercado voluntario cerrado y un año signado por la incertidumbre económica y política, la prima de riesgo continuó su camino alcista. A excepción de algunos meses de relativa calma, la tendencia se consolidó hasta alcanzar los 1.000 puntos básicos en junio, valor máximo del año hasta ese momento. El punto de inflexión se produjo en el mes de agosto luego de las elecciones primarias. En los días posteriores a la elección, el riesgo país se disparó situándose por encima de los 2.000 puntos, marcando un nuevo máximo histórico de 2.500 puntos a finales de mes.

Lo descrito hasta aquí es enteramente riesgo soberano propio, dado que, como se puede ver en el Gráfico 6, los países de la región muestran evoluciones mucho más armónicas en sus respectivas curvas de riesgo soberano. En otros momentos de la historia, los movimientos de capitales y la exposición a shocks externos negativos perjudicaban de forma homogénea a los países del continente americano. Sin embargo, en esta ocasión, las economías vecinas se muestran en una posición relativa bien distinta a la de nuestro país, lo que deja a las claras el componente endógeno del comportamiento observado.

<sup>4</sup> Al cierre del primer trimestre de 2018 la colocación de bonos superaba los 70 mil millones de dólares según cifras del balance de pagos publicado por el INDEC.

### Gráfico 5. Necesidades de financiamiento de la Argentina (saldo de la cuenta corriente)

Saldo trimestral – 2006 a 2019 (2do trimestre)



Fuente: INDEC

## Reflexiones finales

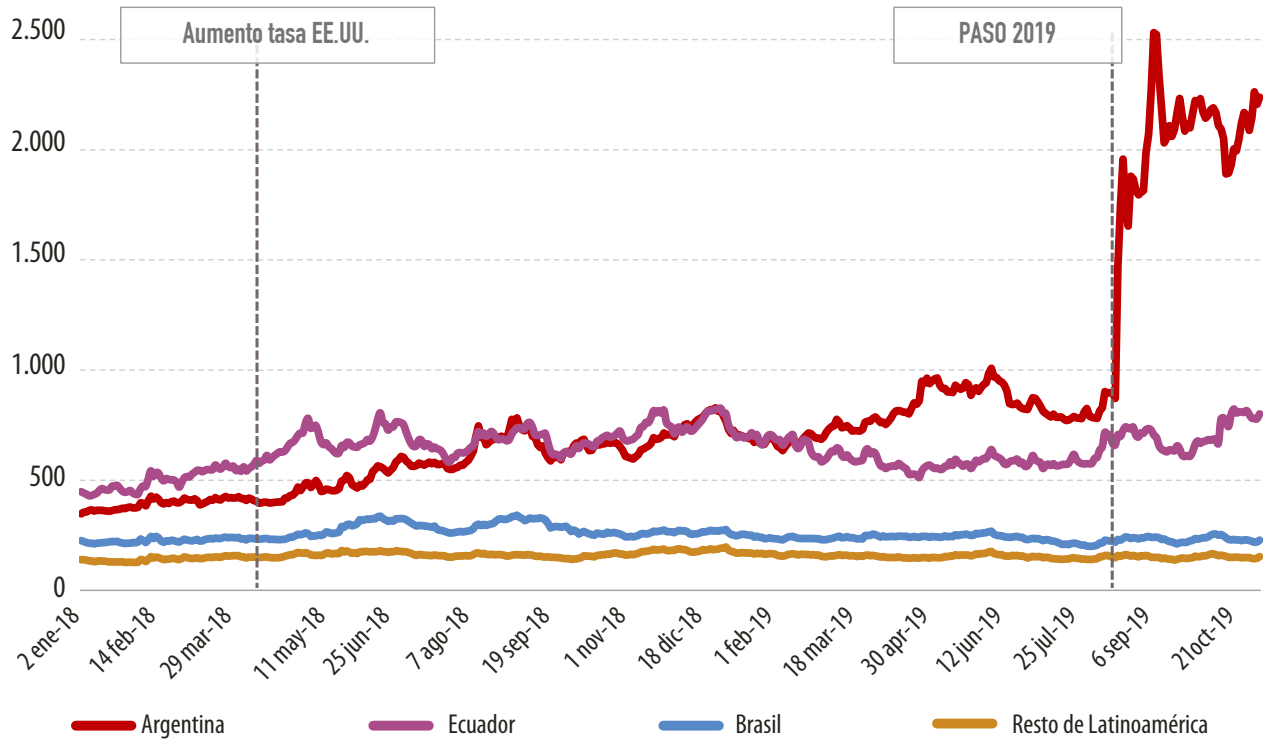
El riesgo país permite sintetizar, en un indicador, una gran cantidad de información sobre la situación financiera de una economía. A través de su análisis se pueden conocer los escenarios que puede tomar la deuda soberana de un país. En resumidas cuentas, cuando el indicador es alto, se incrementa la probabilidad de que los compromisos asumidos no puedan ser afrontados y, por lo tanto, las probabilidades de incurrir en cesación de pagos crece y viceversa. Dicho de otro modo, dado que el riesgo de un instrumento es la contracara de su rentabilidad (tal como se vio en el gráfico 1 de AY24 y riesgo país), cuanto más alta sea ésta, mayores serán las dificultades para contar con los fondos requeridos al momento de maduración del contrato. Esta dificultad se ve reflejada en el indicador de riesgo país.

A lo largo de 2018 y lo que transcurrió de 2019, el riesgo argentino se disparó alcanzando niveles máximos para la historia económica nacional. Esta situación es la contracara de la desconfianza en el cumplimiento de las obligaciones financieras, en un contexto de reversión del flujo de capitales hacia los países centrales.

Por último, y tal como se expuso anteriormente, en países con historial de déficit sistemático en cuenta corriente que suelen derivar en problemas en el balance de pagos (comúnmente conocido como “restricción externa”), el papel que juega mantener la cuenta de capital abierta es difícil de exagerar. En este sentido, cargar con primas de riesgo soberano elevadas restringe la entrada de capitales, generando altos costos en términos económicos y sociales al momento en que se producen los ajustes en el mercado cambiario a través de una depreciación de la moneda nacional.

**Gráfico 6. Evolución del riesgo país de Argentina, Brasil, Ecuador y resto de Latinoamérica**

Puntos básicos



**Nota:** en "Resto de Latinoamérica" se incluye Chile, Uruguay, Perú y Colombia

**Fuente:** elaboración propia en base a Invenómica