

DIGRESIONES ABIERTAS SOBRE EL CONCEPTO DE *RIESGO PAÍS*

Carlos M. Adrianzen Cabrera*

El presente artículo tiene por objeto enfocar el concepto “riesgo-país” tal como este se trata en la literatura financiera, económica y gerencial reciente. Luego de aproximarnos a las principales definiciones y planos de discusión con los que se ha venido enfocando el tema –y construyendo metodologías– en las últimas décadas, en estas líneas nos interesa ponderar tanto los avances conceptuales como las áreas donde aún existen limitaciones significativas (en la tarea de predecir riesgos a base de data accesible). En estas ponderaciones encontramos que existen múltiples retos pendientes de superación en el desarrollo de una teoría –y metodologías de construcción de índices de riesgo país capaz de anticipar con mayor ajuste eventos inesperados.

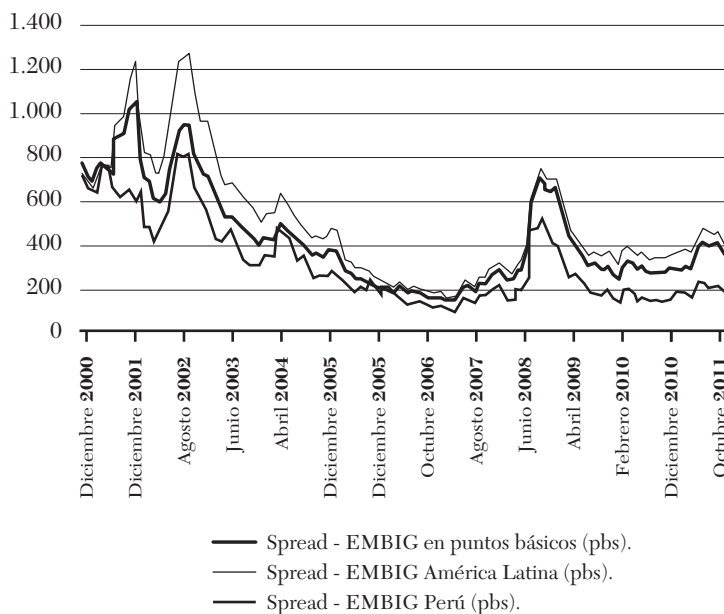
Hace más de una década, en los reportes cortoplacistas o largoplacistas sobre el comportamiento agregado de cualquier economía emergente (y recientemente hasta de las llamadas desarrolladas), algún estimado del llamado *riesgo país* aparece en escena. Cuando los índices de riesgo asociados a estas metodologías se elevan, recibimos explícitas señales de alarma; y cuando se reducen, son tomados

Revista de Economía y Derecho, vol. 9, nro. 34 (otoño de 2012). Copyright © Sociedad de Economía y Derecho UPC. Todos los derechos reservados.

* Decano de la Facultad de Economía de la Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas (UPC) y columnista del diario *El Comercio* de Lima y de la revista *América Economía*. Es también presidente del Grupo de Opinión Económica de la American Chamber of Commerce of Perú (AmCham).

como indicadores de confianza o de mejora en la percepción sobre la marcha económica del país. En el caso peruano, el monitoreo de este indicador –y su comparación con índices regionales o globales emergentes– tanto en relación con índices atajo cuanto en la construcción de estimados más sofisticados ya es una práctica generalmente aceptada. De hecho, el siguiente gráfico –que describe la evolución del índice atajo más difundido sobre el riesgo país peruano– es casi una diapositiva obligada en cualquier presentación técnica sobre el desenvolvimiento de la economía nacional.

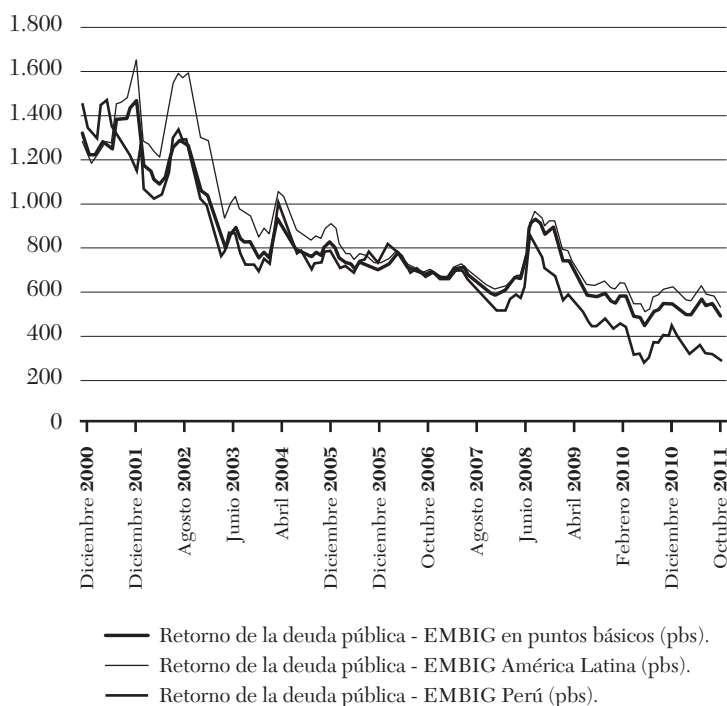
GRÁFICO 1
**Spread emergentes, latinoamericanos y peruanos
 en el periodo 2000-2011**



Sobre este primer gráfico vale la pena insistir en que este configura solo una primera aproximación a un concepto muy complejo. Un concepto, como el riesgo que modela una plaza, que implica diferentes y cambiantes planos de riesgo (social, político, económico, etcétera), algunos de los cuales tienen un nivel de mensurabilidad variable. En

el caso concreto de este índice –que describe solamente el *spread* o margen de rendimientos de deuda pública sobre bonos de tesoro estadounidense– su monitoreo se debería tomar como un primer acercamiento. Vale, por ejemplo, destacar que, dado su pobre valor predictivo de variables como los flujos de inversión extranjera directa, este tendría un claro sesgo a reflejar tendencias subyacentes de solo el retorno de la deuda pública local (ver gráfico 2) y no necesariamente reflejaría o modelaría otros planos de riesgo relevantes en la plaza.

GRÁFICO 2
Retornos recientes: periodo 2000-2011



Dada esta primera observación, los invito a dejar lo empírico y enfocar la teoría y el tipo de discusiones que envuelven al tema. En este enfoque no caeremos –aún– ni en un estudio del valor predictivo de este índice en las últimas décadas, ni en una revisión matemática de

metodologías ni de componentes (que por lo común implican aproximaciones muy parciales y eventualmente muy limitadas). Por el contrario, nos interesa enfocar la secuencia de definiciones y planos problemáticos detrás del concepto. Y sobre estas aproximaciones, a modo de líneas de discusión superpuestas, enfocar interrogantes y posibles áreas de investigación futura.

1 Sobre el elusivo concepto de *riesgo país*

La frase *riesgo país*, en medio de las crisis y las complicaciones globales de los últimos años, ha pasado a tener un claro y definido protagonismo. A pesar de este, cualquier lector acucioso debe estar advertido en que la forma como se le enfoca y a veces, hasta la que es definida, es y puede ser diversa. Esto no implica que estos enfoques y definiciones no hayan sido hechos con el debido cuidado, ni que cada uno no detente un grado de validez casuístico. A pesar de la frondosa taxonomía de riesgos y de los planos involucrados, su uso profesional hoy día es casi generalmente aceptado. De hecho, su usanza es hoy parte central en el grueso de las evaluaciones y análisis económicos o financieros de escenarios de corto y largo plazo.

Por esto, el subtítulo aquí no busca cuestionar lo anterior, sino dejar establecido que en las últimas décadas su focalización práctica y teórica persigue una idea elusiva. Esto, en el sentido en que los riesgos relevantes –y acaso mensurables– resultan cambiantes tanto por alteraciones en las economías domésticas, como por ajustes en la economía global (que las envuelve). Los riesgos de ayer no son necesariamente los riesgos relevantes hoy. Ni los riesgos argentinos coinciden con los chinos o peruanos (aunque los condicionan o contagian). A pesar de ello, existe un bagaje significativo de investigaciones y de monitoreo dirigidos tanto a definir y modelar el riesgo de una plaza, y su desarrollo está en continua ebullición.

Para acercarnos a esta sucinta revisión de la materia, nada más apropiado que referirnos al trabajo seminal de Frank H. Knight, uno de los líderes de la escuela de Chicago y autor de *Riesgo, incertidumbre y utilidades* (1921). Para Knight, la incertidumbre se debe tomar en un sentido radicalmente distinto de la noción llana de *riesgo*. Para él, lo esencial implica que el riesgo, en algunos casos, es una cantidad susceptible de medición; mientras que, en otros, implica algo que no se

puede medir claramente. Existirían, por lo tanto, diferencias cruciales en función de cuál de los dos –riesgo o incertidumbre– está realmente presente y en funcionamiento en cada evento. El riesgo sería la incertidumbre medible. Algo muy diferente a la incertidumbre inconmensurable; algo complejo y residual.

A lo largo del libro, el autor establece una regularidad que resulta clave para comprender el peso del riesgo en la toma de decisiones. Knight sostenía que las utilidades –o el logro de los objetivos empresariales– resulta el premio recibido por manejar el riesgo. En un ambiente donde maniobramos con solo parte de la información relevante, existen múltiples fuentes de error medible. Como lo hemos planteado al inicio, aquí invitamos al lector a discutir un plano específico de estos. El llamado riesgo país o *Country Risk*. Para tratar de enfocar el tema de la manera más precisa posible comenzaremos haciendo algo que debería establecerse en forma directa y aburrida, pero que lamentablemente resulta una tarea usualmente problemática: enfocar la definición de riesgo país. Llegados a este punto es útil reconocer un primer paso: que el grueso de los manuales convencionales sobre temas financieros enfoca este concepto como la probabilidad de una pérdida. Puntualmente una pérdida asociada a la inestabilidad económica y/o política en una plaza.

Un segundo paso en esta dirección implica sostener que modelaríamos un fenómeno que enfoca una sucesión de riesgos –o desenlaces imprevistos– asociados al proceso de invertir en un determinado país. En la mayor parte de los textos anglosajones, los estimados enfocan los riesgos mensurables propios del proceso de invertir en un país foráneo.

El tercer paso en esta historia implica reconocer que el concepto discutido incluye diferentes tipos de riesgos (enfocados en la literatura en forma tan diversa como compleja). De hecho, estos implican diferentes riesgos medibles. Algunos políticos (asociados a cambios en liderazgo, control institucional, informalidad o conflicto, externo o interno), otros cambiarios (predicción del tipo de cambio nominal), otros denominados crediticios (riesgo de que un prestatario no pueda realizar el pago de intereses o capital de una manera oportuna y/o también la posibilidad de que un emisor de bonos no haga los pagos de cupón o reembolso del principal de sus tenedores de bonos. En otras palabras: yace en la posibilidad de que el emisor haga un *default*. Otras definiciones implican también la probabilidad de pérdida de la mora

del deudor. En la banca, el riesgo de crédito es un factor importante en la determinación de la tasa de interés de un préstamo: cuanto más largo sea el plazo del préstamo, más alta es la tasa de interés. También se le llama *riesgo crediticio*).

Igualmente existen los llamados riesgos económicos (fundamentalmente asociados a cambios en las reglas y en la lógica de la política económica); o soberanos (riesgos específicamente asociados a incumplimientos de los contratos firmados por los gobiernos y sus agencias); o de capital (asociado a posibilidades explícitas o tácitas de una expropiación —ya sea directa o indirecta—).

Aquí el uso cotidiano —y no pocas veces hasta el uso profesional o académico del vocablo— tiende a utilizar cualquiera de estos tipos de riesgo componente de una visión completa de un estimado de riesgo país, como el riesgo país mismo. No resulta tan inusual, como deseáramos, que estimados que enfocan solo riesgos políticos, cambiarios, soberanos o de capital sean tomados como indicadores suficientes para enfocar de una manera integral o aceptable el riesgo país de la plaza. En estas líneas insistiremos tozudamente en la idea original de construir o enfocar un indicador de riesgo país capaz de modelar razonablemente todos los planos que impliquen desviaciones imprevistas. Es decir, todos los planos de riesgo mensurable.

Por otro lado, merece destacarse que un porcentaje significativo de la literatura revisada sobre esta materia enfoca el análisis de riesgo país bajo la perspectiva de las decisiones financieras de una compañía multinacional. Así, la problemática se enfoca —y simplifica— en aproximar riesgos y beneficios potenciales para la empresa que decide. Algunos autores lo hacen enfocando el riesgo dentro del proceso de desarrollo de inversiones, mientras que otros lo hacen modelando las peculiaridades del ambiente de negocios casuísticamente. Enfocando, a modo de estudios de caso, las lecciones extraíbles en determinados países.

Con esta última línea, por ejemplo, parte significativa de los ejercicios recientes enfocan el riesgo de expropiación como la forma más extrema de riesgo político. Asimismo se trata de modelar hechos estilizados (en relación con fugas de capital), y, sobre ellos, se analizan los comportamientos y las asociaciones intertemporales de variables macroeconómicas asociadas y de los determinantes o factores endógenos que determinan el tipo de manejo fiscal, monetario y de oferta en la plaza analizada. Si existe un aspecto problemático en esta tarea,

este se asocia a que los trabajos sobre la materia no siempre hablan de lo mismo cuando se refieren a él.

Tal como lo definimos en párrafos previos, es usual que riesgo país se defina como el riesgo medible asociado al comportamiento de aquellos factores que determinan o afectan la habilidad o disposición de un Estado soberano o de un tomador de crédito a cumplir con sus compromisos pactados. Por otro lado, Shapiro (1999) define el riesgo país como algo asociado al nivel general de incertidumbre económica y política en un país. Algo que afecta el valor de sus préstamos e inversiones. Nuevamente aquí el análisis de riesgo país consiste en el enfoque ponderado de los factores financieros, económicos y políticos de un país tomador de crédito o receptor de inversiones.

Este enfoque fundamentalmente se concentra en las probabilidades acerca de que se puedan interrumpir ciertos flujos de pagos o afectarse negativamente las utilidades o las condiciones que determinan posibilidades efectivas de efectuar las remesas asociadas a las inversiones originales. Según esta perspectiva, y teniendo en cuenta que los ofertantes de crédito o inversionistas extranjeros pueden tener un control muy pequeño o nulo sobre los aludidos factores, el riesgo país representa un tipo de riesgo no diversificable. Este caso se observa nítidamente cuando los prestamistas son privados y no se tienen vínculos mercantilistas –o de corrupción– con los gobiernos, instituciones o agencias involucradas.

Note, estimado lector, que la definición esbozada por Shapiro envuelve o incorpora el concepto de *riesgo soberano*. Y aunque este último implique eventos que están bajo el control de gobierno, el meollo del asunto implica la disposición a cumplir con las obligaciones pactadas. Llegados a este punto, otra definición hace aún más enmarañada la materia. Todo se complica cuando existe un riesgo soberano indirecto. Es decir, cuando el gobierno puede afectar la habilidad de tomadores de riesgo privado para cumplir sus obligaciones con prestamistas o inversionistas. Nótelo bien: en ambos casos el riesgo de la plaza queda marcado por la magnitud del riesgo soberano. En plazas como la peruana, en la cual diferentes experimentos políticos han perseguido primero a la inversión extranjera y después a privados con algún tipo de éxito visible, la anterior afirmación mantiene una relevancia particular.

Paralelamente el riesgo asociado a eventos políticos es también un componente importante en esta materia. Cualquier ponderación de

las variables que afectan las capacidades de remesar o repagar se ve severamente afectada por eventos como guerras, conflictos regionales, cambios de gobierno, ataques terroristas y desarrollos inesperados que afecten sus márgenes de acción o incluso la legitimidad política del gobierno. No pocas veces factores externos al país modelan el comportamiento político de este y sus espectros de riesgo político. Aquí otra vez se evidencia una conexión entre el riesgo político y el soberano. Por ejemplo, un conflicto entre países vecinos afecta severamente el panorama fiscal de la plaza. Otro ejemplo, un tanto recurrente y emblemático en América Latina, tiene que ver con países exportadores de ideologías contestatarias. Países con excedentes económicos que promueven cambios legales y políticos en forma explícita.

En contraposición con el plano político, los riesgos económicos y financieros se asocian a la *performance* general de la economía y su sistema financiero. Aunque por lo común implican variables cuantificables y supervisables, ellos no pueden aislarse completamente del sistema político que los envuelve. La vieja discusión entre los manejos técnicos (aquellos asociados al respecto de restricciones y objetivos de política económica) y las soluciones políticas (aquellas enfocadas en alcanzar consensos, popularidades y legitimidades).

Desde el punto de vista operacional, el análisis de riesgo país se usa en términos *ex ante* (*pre-lending* o *ex post lending*) como una valiosa herramienta para tomar decisiones. En la etapa previa a la operación del préstamo –*ex ante*–, la decisión de fondo implica si es conveniente exponerse crediticiamente en esa plaza y qué prima de riesgo se le debería asignar. En cambio, el uso del análisis del riesgo país en términos *ex post* sirve fundamentalmente como un sistema de alarma temprana o de monitoreo. No pocos bancos o corporaciones ajustan su política en la plaza –o la redefinen– en función de este monitoreo y lo que ellos sugieren en términos del incremento o contracción de la exposición corporativa en la plaza.

Finalmente, si tratásemos de hacer un seguimiento histórico respecto a cómo se han construido las metodologías de enfoque del análisis del riesgo país en los últimos años podríamos referirnos a trabajos pioneros desarrollados en el Banco Mundial (Avramovik, 1968), que implican una investigación sistemática sobre los factores que afectan la capacidad de repago del país y la capacidad de servir sus deudas. En estos ejercicios, la perspectiva del riesgo implica una evaluación sistemática del entorno bajo el contexto de las decisiones soberanas del

país. Una primera pregunta o antecedente directo antes de preguntarnos cómo el riesgo país afecta la toma de decisiones corporativas.

Desde entonces el enfoque de riesgo de una plaza basado en ejercicios similares a la de una programación financiera fondomonetarista y orientado a analizar la tasa de crecimiento de sus exportaciones, el ratio de servicio de la deuda externa sobre exportaciones o el número de meses de importaciones financiables con el acervo de reservas internacionales disponibles, ha sido una práctica recurrente. Con los años, a esta perspectiva se le ha agregado el monitoreo de otras variables, como la tasa de crecimiento del PBI, tasas de inversión, de exportación, de inestabilidad nominal; todas buscan modelar o establecer correlaciones relevantes o alarmas tempranas.

En retrospectiva podemos tratar de sintetizar que hay muchas definiciones de riesgo país en la literatura, que van desde las enfocadas y precisas hasta las interpretaciones amplias y generales.

2 Otras perspectivas

Justo cuando creemos que hemos logrado tener una visión panorámica de la materia, cualquier interesado descubrirá que esto no es necesariamente así. Que los enfoques y las discusiones se abren continuamente en diversos y contradictorios planos. Así, algunos autores centran sus análisis en el efecto del riesgo país sobre los niveles de rentabilidad de las operaciones de la empresa. Esto enmarcados desde una perspectiva de inversión. Por ejemplo, bajo esta línea de aproximación, el riesgo país se refiere a la volatilidad de los rendimientos de las transacciones comerciales internacionales, causadas por eventos asociados a un determinado país; a diferencia de los eventos asociados a un agente en particular económico o financiero.

Otra definición relacionada es la de los factores –supuestamente– ajena al mercado (los acontecimientos políticos, sociales y económicos). Estos serían los que ocasionan pérdidas –financieras, estratégicas o de personal–. Asimismo, otros autores enfocan al riesgo país a un nivel agregado o macro y lo definen como la probabilidad de que este sea capaz de generar divisas suficientes para cumplir con sus obligaciones (usualmente hacia los acreedores extranjeros). Las cosas se complican cuando se aproximan los componentes del riesgo país y la forma de clasificar los eventuales factores claves. Aquí construir índices medibles

de riesgo país podría enfocar una serie de ámbitos, como los riesgos técnicos, culturales y ambientales de riesgo, el riesgo de contaminación regional y los riesgos sistémicos.

Respecto al riesgo país vinculado a planos políticos o componente político del riesgo país (también enfocado como riesgo político) es el más debatido y difícil de definir. No parece haber ningún acuerdo en la literatura en lo que el concepto debe incluir o excluir. También se podría definir como la probabilidad de que las fuerzas políticas afecten negativamente los beneficios de una empresa o impidan lograr otros objetivos de negocio.

Con esta definición, se puede distinguir entre efectos directos (como la nacionalización y la expropiación) y los efectos indirectos (como los impuestos y las políticas monetarias a través, por ejemplo, del desempeño macroeconómico y las fluctuaciones monetarias).

Otras definiciones de riesgo político son más amplias, como el impacto de la política en los mercados. Mientras que otras son más estrechas o precisas, como el riesgo de una planificación estratégica, financiera o de personal para una empresa –a causa de factores ajenos al mercado, como las políticas macroeconómicas y sociales (fiscales, monetarias, comerciales, de inversión, industrial, ingresos, trabajo y desarrollo), o eventos relacionados a la inestabilidad política (terrorismo, motines, golpes de Estado, guerra civil, insurrección)–. A pesar de la complejidad de la historia (y la acumulación de casuística de episodios en los que ha resultado particularmente accidentado medir el riesgo) ha hecho que la literatura sobre cómo medir el riesgo país se haya venido consolidando sobre relaciones de consistencia generalizable y algunos hechos estilizados recurrentes.

Esta aparente contradicción ha configurado lo que hoy día podríamos denominar métodos generalmente aceptados. Y es que la literatura sobre el riesgo país utiliza terminologías diferentes, definiciones y enfoques disímiles, y ha generado varias corrientes de investigación en función de la definición que se mantenga, las fuentes de riesgo que se observen, la naturaleza de las inversiones, el contexto histórico y la metodología finalmente elegida. Aquí, muy estimado lector, la historia ha jugado un rol modelador y retroalimentador. Por ejemplo, muchas empresas estadounidenses fueron expropiadas en Cuba, Venezuela o el Perú décadas atrás. A partir de esos episodios –y en forma gradual–, la noción de riesgo político comenzó a consolidarse en la literatura económica y financiera de la década de 1960.

Al principio los investigadores trataron de evaluar el riesgo de invertir en el extranjero en términos de algún clima óptimo de inversión, a lo Gabriel (1966). Reconociendo que algunos puntos de vista todavía no están de acuerdo sobre cómo definir la estabilidad o inestabilidad política, o la forma de medir el fenómeno y cuáles serían las fuerzas causales en cada caso, los trabajos de las décadas subsecuentes sugieren que el proyecto original resultó ser más complejo de lo previsto originalmente y aun hoy está lejos de resolverse. Académicos y profesionales involucrados en la materia aún están lejos de haber alcanzado un consenso sobre el alcance de este campo de investigación.

La dificultad de llegar a una definición aceptada y amplia de riesgo país y el acuerdo sobre su significado desafortunadamente se complican y amplían con las diversas terminologías utilizadas para enfrentar problemas similares y/o superpuestos. En la literatura sobre el riesgo de hacer negocios en el extranjero, los dos términos más frecuentemente encontrados son riesgo país y riesgo político. Con menor frecuencia, las referencias al riesgo transfronterizo o soberano puede ser encontrado. A estos les podemos agregar también componentes con vida propia, como el riesgo crediticio, cambiario o regulatorio. Indudablemente la frase *riesgo político* es el más antiguo de la terminología y aparece a la fecha con mayor frecuencia en artículos académicos.

3 Sobre usos recientes

Recordemos que los índices de riesgo país comenzaron a ser utilizados visiblemente a partir de la década de 1970. Su objetivo era abordar la cuestión concreta de una empresa particular en un país determinado, y era generalmente utilizado por técnicos del sector bancario. Esta corriente floreció en las secuelas de la crisis de la deuda en la década de 1980. En los años venideros, la frase *riesgo país*, en lugar de riesgo político, ha ido ganando ascendencia, ya que tiene un significado más amplio. Y también porque puede incluir cualquier riesgo específico para un determinado país.

Paralelamente para otros puntos de vista, el riesgo se ha venido definiendo como una variación del rendimiento, si algún evento inesperado –con indicadores medibles– afecta a la empresa positiva o

negativamente. Para este grupo, la probabilidad de ocurrencia de los acontecimientos políticos cambia las perspectivas de rentabilidad de una inversión. Estos resultan la clave.

Otros enfoques adoptan una postura más práctica. El riesgo existe si implica una pérdida posible –o, al menos, un potencial– de reducción de la rentabilidad esperada. Consideran que, cuando ocurre, el riesgo de impacto negativo se acrecienta. Así, la noción de riesgo tiene diferentes significados y puede ser entendida como una variación de rendimiento o simplemente como la probabilidad de un resultado negativo. Uno que reduce el retorno esperado inicialmente. Sin embargo, a partir de la década de 1980, los especialistas en la materia estaban más preocupados por no lograr un objetivo, dado el rendimiento, que por el conjunto de resultados posibles. En consecuencia, se repetía que era más atractivo seguir un enfoque de riesgo a la baja que uno de riesgo total.

En efecto, según esta perspectiva, algunos inversionistas tratan de minimizar su exposición a la baja (queriendo aprovechar al máximo su sensibilidad al riesgo al alza). A algunos otros les gusta mantener el concepto de *riesgo* como la varianza rendimiento, ya que es ampliamente utilizado en finanzas, economía y gestión estratégica. Aunque el concepto de riesgo a la baja se mencionó ya en Markowitz (1959), es principalmente debido a las dificultades de cálculo, así como el supuesto de una distribución normal de los retornos, la causa por la cual la varianza se considera como la medida de riesgo.

Por otro lado, una mirada a la literatura en los últimos cuarenta años muestra que el campo del riesgo país, mientras que abarca una amplia variedad de situaciones diferentes, siempre se refiere a hacer negocios en el extranjero y a los riesgos específicos que engendra. Esto sea cual sea la fuente de riesgo y la naturaleza de la industria. Por supuesto, las características particulares de cada tipo de inversión o de la operación obviamente se deben tomar en cuenta. Sin embargo, también es necesario adoptar una perspectiva general porque las fuentes de riesgo interactúan con cada impacto.

Llegados a este punto, vale la pena señalar que el riesgo país existe cualquiera que sea el nivel de desarrollo económico del país. Incluso las naciones económicamente más avanzadas pueden generar un alto grado de riesgo país. Hasta hace cinco años, la literatura se estructuraba simplemente basándose en la suposición implícita de que, para un determinado país, los desequilibrios en las esferas eco-

nómica, social y política aumentarían el riesgo de invertir allí. Y que en los ambientes subdesarrollados o emergentes estos desequilibrios serían recurrentes o mayores. Lo sucedido en el último quinquenio en ambientes otrora considerados impecables o predecibles, como la plaza norteamericana o las plazas europeas, ha hecho que muchas de las focalizaciones a la medición del riesgo país se reapliquen en estos ambientes. Esta vez las lecciones del sur las toma el norte.

Por lo anterior, y debido a la multiplicidad de las fuentes de riesgo, la complejidad de sus interacciones y la variedad de las ciencias sociales involucradas, una teoría subyacente del riesgo país sigue latente. A pesar de lo anterior, es importante tener en cuenta que tal teoría sería de gran ayuda para identificar oportunamente las variables en juego.

4 Visiones damodarianas

A lo largo de las dos últimas décadas los trabajos de un destacado profesor de la Universidad de Nueva York, A. Damodaran, han marcado gran parte de las discusiones sobre esta materia. Según Damodaran (2003), el crecimiento de los mercados financieros en Asia y América Latina –y lo que este autor denomina el encanto de la globalización– ha hecho que el análisis y la evaluación del riesgo país configuren un componente crítico de la teoría de la valorización de activos en la última década.

Para Damodaran, el riesgo país se debe considerar de manera explícita en toda valoración. Para ello existirían dos maneras de hacerlo: ajustar los flujos de efectivo o cambiar la tasa de descuento. Un segundo plano, igualmente importante, implicaría la forma de evaluar la exposición de una empresa. Según su perspectiva, no todas las empresas en un mercado emergente están igualmente expuestas al riesgo. Ergo, es necesario diferenciar entre las empresas. También es relevante señalar que la exposición de una empresa proviene de donde ejerce su actividad empresarial.

En otras palabras, evaluar y supervisar eficientemente el riesgo país puede ser importante incluso para las empresas que comercian en los mercados desarrollados. Esto si consiguen una porción significativa de sus ingresos en los mercados emergentes. Esto dado que las empresas y los inversores se globalizan financieramente (léase:

se enfrentan cada vez más con las interrogantes acerca de la estimación del riesgo asociado a esta exposición no local). De sus reflexiones existen dos preguntas claves (cuando se evalúan los mercados emergentes). La primera se refiere a si debe haber una prima de riesgo adicional, debido al riesgo país. Para Damodaran, la respuesta dependerá de si consideramos que los mercados sean abiertos o segmentados y si creemos en un solo factor o un modelo de múltiples factores.

La segunda cuestión nos refiere a la estimación de una prima de riesgo para los mercados emergentes. Una respuesta satisfactoria a esta interrogante no solo tomaría un espacio significativo de este artículo, sino que nos distraería respecto de nuestro objetivo (identificar las características básicas de la noción de riesgo país). Por lo tanto, los invito a pasar a la siguiente pregunta planteada por este autor: ¿Debería haber una prima de riesgo país? Aquí las respuestas enfocan áreas abiertas para la investigación. Sobre este punto solo me atrevo a recordarles que el único riesgo relevante –a efectos de estimar un costo de capital– es el riesgo de mercado o el riesgo de que no se pueda diversificar. Otra pregunta clave en esta digresión pasa por responder si el riesgo en un mercado emergente es el diversificable o no.

Si el inversionista marginal no tiene una cartera global, la probabilidad de encontrar alternativas a la disminución del riesgo país se reduce sustancialmente. En un mercado segmentado, el inversionista marginal se diversificará solo a través de las inversiones en ese mercado. Mientras que en un mercado abierto, el inversionista marginal tiene la oportunidad para invertir en los mercados. Incluso si el inversionista marginal es globalmente diversificado, hay una segunda prueba que tiene que cumplirse para que el riesgo país no importe. Todo o gran parte del riesgo país debe ser específico para el país.

En otras palabras, debe haber una baja correlación entre los mercados. Solo entonces el riesgo es diversificable en una cartera diversificada a nivel mundial.

Por otro lado, este punto de vista plantea que si el riesgo país no es diversificable, ya sea porque el inversionista marginal no está diversificado a nivel mundial o porque el riesgo se correlaciona en todos los mercados, nos quedamos con la tarea de medir el riesgo país y la estimación de las primas de riesgo país.

Por otra parte, el riesgo país puede estimarse de abajo arriba mirando los fundamentos económicos de cada país. Esto, por supuesto, requiere mucha más información que los otros enfoques. Si

las cuestiones de riesgo país dan lugar a primas más altas para los más arriesgados países, la pregunta obvia de seguimiento se convierte en la manera de medir esta prima adicional. En esta sección vamos a ver tres enfoques. Las versiones por primera vez en forma predeterminada se extienden sobre los bonos emitidos por países en cada país, mientras que la volatilidad de los dos últimos utilizó mercado de renta variable como su base.

Otra digresión en esta sucesión de enfoque implica que muchas veces las primas de riesgo de renta variable de mercados deben reflejar las diferencias en el riesgo de renta variable, medida por la volatilidad de estos mercados. Una medida convencional de riesgo de las acciones es la desviación estándar de precios de las acciones, mayores desviaciones estándar están generalmente asociadas a un riesgo mayor. Si la escala de la desviación estándar de un mercado en contra de otro, se obtiene una medida de riesgo relativo. Si bien este enfoque tiene un atractivo intuitivo, hay problemas con el uso de las desviaciones estándar computado en los mercados con estructuras de mercado muy diferentes y de liquidez.

Desde hace varios años, al fijar las tasas de descuento a la Damodaran, se ha abogado por una mayor consideración de las primas de riesgo país en mercados emergentes. Bajo Con esta perspectiva los críticos al concepto damodariano –sobre la existencia de una prima de riesgo país– insisten con que este no tiene ninguna relevancia en los círculos académicos. Ni base teórica, ni mayor evidencia empírica a su favor. Insisten además que las tasas de retorno sobre el capital que se derivan de estos métodos resultan altamente arbitrarias (ver por ejemplo: Lutz et al. (2010)).

Otros autores simplemente destacan que no hay acuerdo generalizado en cuanto a cómo acercarse a los costos internacionales de capital. Sugestivamente Campbell (2005) recomienda que en los países desarrollados –o los mercados más líquidos– lo mejor es utilizar un CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) o un modelo multifactorial. Es importante para permitir que las primas de riesgo resulten variables de tiempo. Para los mercados emergentes, la cosa no es tan simple. Realmente depende de cómo se está segmentado el mercado en cada caso, t. Teniendo en cuenta que los supuestos del CAPM no se sostienen. Uno de los planos más importantes enfocaría meridianamente la estructura temporal de riesgo país. Los mercados emergentes, en particular, están sujetos a las crisis.

Sin embargo, sería inapropiado utilizar el riesgo actual para evaluar los flujos de efectivo para, digamos, los años de vida del proyecto. Existe una estructura temporal de riesgo país que necesitaría ser tenido en cuenta en la evaluación del proyecto.

Por lo tanto hay muchos otros temas que nos llevan más allá de los marcos estándar de precios de los activos. Además, las variaciones asociadas a costes de agencia inducirán a las diferencias en el costo de capital entre los países. Todo esto plantea un reto considerable para todos los modelos actuales, incluso el sugerido por Damodaran.

5 Reflexiones –y limitaciones– de cierre

La primera reflexión de este último apunte implica que el concepto de rRiesgo- país en la literatura reciente no solo ha experimentado las complicaciones de medir riesgos asociados a fenómenos diferentes, sino que ha enfrentado preguntas diferentes. En muchos de los casos, el mismo vocablo ha sido referido cuando solo se ha aproximado un plano de riesgo cambiario, soberano, financiero, regulatorio o político. La necesidad de contar con una base general computable (teoría y metodología) para enfocar riesgos en sistemas agregados (países o plazas) es un reto insatisfecho. Las áreas de investigación aquí son múltiples.

Asimismo, algo que resulta muy difícil de evitar en esta materia es la realidad. Existen mercados emergentes muy riesgosos. Usualmente mercados no líquidos e imperfectos. Allí los márgenes por defecto de los países ricos no resultan una opción recomendable, aunque resulte la práctica usual.

Aquí la consecuencia más obvia implica que –a la fecha– aun las metodologías casi generalmente aceptadas de riesgo país son realmente pobres indicadores de riesgos significativos. En otras palabras: no somos exitosos en hacer que los gerentes resulten conscientes de las crisis inminentes. Esto plantea la cuestión de pagar por esa información. Frente a la afirmación de que el costo directo de estos indicadores resulte minúsculo en el contexto de las decisiones de inversión extranjera, queda la contraposición entre valor y precio. No es del todo justificable que un inversionista pague mucho por una predicción mediocre.

Resulta clave enfocar la necesidad de consolidar mucha mayor investigación en la materia hacia la construcción de metodologías sólidas como insumo para ayudar en la asignación de recursos o de hecho para determinar la asignación de recursos a través de una cartera de países. En los hechos, metodologías mediocres parecen dar una falsa sensación de seguridad frente a riesgos significativos, y puede motivar a los directivos a ignorar el verdadero nivel de incertidumbre que enfrentan. Nótese aquí que equipos directivos con una propensión a la evasión de la incertidumbre probablemente encuentren la medida de apoyo de sus prejuicios.

Por otro lado, los periodos de crisis o desequilibrio pueden introducir importantes oportunidades en el desarrollo de la investigación en la materia. Existe una suerte de noción casi generalizada de que las medidas de riesgo país se basan en hechos, y que el análisis de riesgo es puramente esfuerzo científico. Desafortunadamente, la evidencia regional y global de los últimos años contrasta con que los servicios de calificación de riesgo a menudo –sino recurrentemente– no logran anticipar importantes cambios económicos o políticos. De hecho, no hay márgenes para autocomplacencias no justificadas. Sin embargo, el reto de ofertar metodologías capaces de ser ajustadas, sirviendo a la toma de decisiones, se hace particularmente relevante año tras año.

BIBLIOGRAFÍA

- AGÉNOR, P. R. y R. P. FLOOD (1994). *Macroeconomic Policy, Speculative Attacks, and Balance of Payments Crise*, en Handbook of International Macroeconomics, editado por F. van der Ploeg (Oxford: Basil Blackwell).
- AGÉNOR, P. R., J. S. BHANDARI y R. P. FLOOD (1992). *Speculative Attacks and Models of Balance of Payments Crises*, IMF Staff Papers, 39(2).
- AGHION, P., P. BACCHETTA y A. BANERJEE (1999). “Capital Markets and the Instability of Open Economies”, en *The Asian Financial Crisis: Causes, Contagion and Consequences*, ed. por P.R. AGÉNOR, M. MILLER, D. VINES, A.A. WEBER (Cambridge: Cambridge University Press), 167-190.
- ATMAN, E. I. y A. SAUNDERS (1998). “Credit Risk Measurement: Developments over the last 20 years”, en *Journal of Banking and Finance*.
- AVRAMOVIC, D. (1968). *Economic Growth and External Debt*, Johns Hopkins Press: Baltimore, MD.

- BANDTAND, O. y P. HARTMANN (2000). "Systemic Risk: A Survey. European Central Bank". Working Paper Series, Working Paper 35, noviembre.
- BERGANZA, J. y A. GARCÍA-HERRERO (2004). "What Makes Balance Sheet Effects Detrimental for the Country Risk Premium?", Documentos de Trabajo o. 423, Banco de España.
- BERGANZA, J., R. CHANG y A. GARCÍA-HERRERO (2003). "Balance Sheet Effects and the Country Risk Premium: An Empirical Investigation", Working Paper 316, Banco de España.
- BERNANKE, B. y M. GERTLER (1989). "Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations". *American Economic Review* 79 (1): 14-31.
- BORDO, M. D. (1990). "The Lender of Last Resort: Alternative Views and Historical Experience", *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review*, 76(1), 18-29.
- BORDO, M. D., B. MIZRACH y A. J. SCHWARTZ (1995). "Real versus Pseudo-international Systemic Risk: Lessons from History", NBER Working Paper N5371 (Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, diciembre).
- BRYANT, J., (1980). "A Model of Reserves, Bank Runs, and Deposit Insurance", *Journal of Banking and Finance*, 4, 335-344. 60 ECB Working Paper 35. Noviembre.
- BUIER, W., G. CORSETTI y P. PESENTI (1997). *Financial Markets and European Monetary Cooperation: The Lessons of the 1992-93. Exchange Rate Mechanism Crisis*. (Cambridge: Cambridge University Press).
- BUIER, W., G. CORSETTI y P. PESENTI (1998). "Interpreting the EMS Crisis: Country-specific and Systemic Issues.", Princeton Studies in International Finance, Nnro. 84.
- CALOMIRIS, C. W. y G. GORTON (1991). "The Origins of Banking Panics: Models, Facts, and Bank Regulation", en *Financial Markets and Financial Crises*, ed. por G. Hubbard (Chicago, IL: The University of Chicago Press).
- CAMPBELL R. Harvey. *12 Ways to Calculate the International Cost of Capital*, Duke University, , National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts, USA 02138 October, 2005
- CALVO, G. A. y E. G. MENDOZA (2000). "Rational Contagion and the Globalization of Securities Markets", *Journal of International Economics*, 51(1), 79-113.
- CALVO, G. A. (1999). "Contagion in Emerging Markets: When Wall Street is a Carrier", mimeo., University of Maryland, May.
- CALVO, S. y C. M. REINHART (1996). "Capital Flows to Latin America: Is there Evidence of Contagion Effects?", en *Private Capital Flows to Emerging Markets*, ed. por G. Calvo, M. Goldstein y E. Hochreiter (Washington D. C.: Institute for International Economics).

- CANTOR R., y F. PACKER (1995). *Sovereign Credit Ratings, Current Issues in Economics and Finance*, Federal Reserve Bank of New York, junio.
- (1996). “Determinants and Impacts of Sovereign Credit Ratings”, *Economic Policy Review*, Federal Reserve Bank of New York, vol. 2 (octubre), pp. 37-53.
- CAOUILLE, J. B., E. I. ALTMAN y P. NARAYANAN (1998). *Managing Credit Risk: The Next Great Financial Challenge*.
- CARAMAZZA, F., L. RICCI y R. SALGADO (2000). “Trade and Financial Contagion in Currency Crises”, IMF Working Paper, WP/00/55 (Washington D. C.: IMF, March).
- CARLETTI, E. (1999). “Bank Moral Hazard and Market Discipline”, L.S.E Financial Markets Group Discussion Paper, Nnro. 326 (Londres: London School of Economics and Political Science, May).
- CÉSPEDES, L., R. CHANG y A. VELASCO (2004). “Balance Sheet Effects and Exchange Rate Policy”. *American Economic Review* 94 (4): 1183-93.
- DAMODARAN, Aswath (2003). *Investment Philosophies*. Nueva York: John Wiley & Sons.
- DEMIRCÜÇ-KUNT, A. y E. DETRAGIACHE (1998). “The Determinants of Banking Crises in Developing and Developed Countries”, IMF Staff Papers, 45, 81-109.
- DÍEZ DE LOS RÍOS, A. y A. GARCÍA-HERRERO (2004). “Contagion and Portfolio Shift in Emerging Countries Sovereign Bonds”. *Monetary Integration, Markets and Regulation*, 4. Elsevier.
- EICHENGREEN, B., A. ROSE y C. WYPLOSZ (1996). “Contagious Currency Crises: First Tests”, *Scandinavian Journal of Economics*, 98(4), 463-484. ECB Working Paper 35.
- FREIXAS, X., B. PARIGI y J.-C. ROCHET (2000). “Systemic Risk, Interbank Relations and Liquidity Provision by the Central Bank.”, *Journal of Money, Credit, and Banking*, 32(3/2), 611-640.
- GABRIEL A. Almond y G. BINGHAM POWELL (1966). *Comparative Politics: A Developmental Approach*.
- GERLACH, S. y F. SMETS (1995). “Contagious Speculative Attacks”, *European Journal of Political Economy*, 11, 5-63.
- GERTLER, M., S. GILCHRIST y F. NATALUCCI (2003). “External Constraints on Monetary Policy and the Financial Accelerator”, NBER Working Paper 10128.
- GIDDY, I. H. (1981). “Risk and Return in the Eurocurrency Interbank Market”, *Greek Economic Review*, 158-186.
- GOLDSTEIN, M. (1998). “The Asian Financial Crisis: Causes, Cures, and Systemic Implications”, *Policy Analyses in International Economics*, nro. 55 (Washington D. C.: Institute for International Economics).

- HARVEY, Campbell R. (2005). *12 Ways to Calculate the International Cost of Capital*, Duke University, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts, USA 02138 octubre.
- HUMPHREY, D. B. (1986). "Payments Finality and Risk of Settlement Failure", en *Technology and the Regulation of Financial Markets: Securities, Futures, and Banking*, ed. por Anthony SAUNDERS y Lawrence J. WHITE, 97-120 (Lexington, MA: Lexington Books).
- (1989). "Market Responses to Pricing Fedwire Daylight Overdrafts", *Federal Reserve Bank of Richmond, Economic Review*, 75, 23-34.
- IMF (1999). *International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues*, World Economic and Financial Surveys (Washington D. C.), Chapter 5, Annex 5 and 6, www.imf.org/external/pubs/ft/icm/1999/index.htm.
- JÜTTNER, J. D. y J. MCCARTHY (1998). "Modeling a Ratings Crisis" (inédito, Sídney, Australia: Macquarie University), www.econ.mq.edu.au/courses/econ360/Soveig1.pdf
- KAMINSKY, G. y S. SCHMUKLER (2002). "Emerging Markets Instability: Do Sovereign Ratings Affect Country Risks and Stock Returns? Forthcoming", *World Bank Economic Review*.
- KAMINSKY, G. L., S. LIZONDO y C. M. REINHART (1997). "Leading Indicators of Currency Crises, IMF Working Paper, WP/97/79" (Washington D. C.: International Monetary Fund).
- KNIGHT, F. H., "Risk, Uncertainty, y Profit. The Library of Liberty and Economics" (www.econlib.org/library/Knight/knRUP.html).
- KRUSCHWITZ, L., A. LOEFFLER y G. MANDL (2010). "Damodaran's Country Risk Premium: A Serious Critique", University of Graz, 31 de julio, www.ssrn.com
- LARRAIN G., H. REISEN y J. VON MALTZAN (1997). "Emerging Market Risk and Sovereign Credit Ratings", OECD Technical Papers No. 124.
- MARKOWITZ, H. M. (1959). *Efficient Diversification of Investments*, John Wiley & Sons, Inc., Nueva York, Chapman & Hall, Limited, Londres..
- MISHKIN, F. S. (1991). "Asymmetric Information and Financial Crises: A Historical Perspective". *Financial Markets and Financial Crises*, ed. por G. Hubbard (Chicago, IL: The University of Chicago Press).
- (1997). "The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policy Makers", en *Maintaining Financial Stability in a Global Economy* (Jackson Hole, WY: Federal Reserve Bank of Kansas City).
- NAGY, P. J. (1984). *Country Risk: How to Assess, Quantify, and Monitor It*, Euromoney publications, Londres.
- NEUMEYER, A. y PERRI, F. (2004). "Business Cycles in Emerging Economies: The Role of Interest Rates". Federal Reserve Bank of Minneapolis Staff Report 335.

- PATEL, S. y A. SARKAR (1998). "Crisis in Developed and Emerging Stock Markets", *Financial Analysts Journal*, 54(6), 50-61.
- REISEN H., y J. VON MALTZAN (1999). "Boom and Bust in Sovereign Ratings", OECD Technical PapersN 148.
- ROCHET, J.-C. y J. TIROLE (1996b). "Controlling Risk in Payment Systems", *Journal of Money, Credit, and Banking*, 28(4), 832-862.
- SAUNDERS, A. y B. WILSON (1996). "Contagious Bank Runs: Evidence from the 1929-33 Period", *Journal of Financial Intermediation*, 5(4), 409-423.
- SAUNDERS, A. (1986). "An Examination of the Contagion Effect in the International Loan Market", *Studies in Banking and Finance*, 3, 219-247.
- (1987). "The Inter-bank Market, Contagion Effects and International Financial Crises", *Threats to International Financial Stability*, ed. por R. Portes y A.K. Swoboda (Nueva York, NY: Cambridge University Press), 196-232.
- SHAPIRO, A. (1999). *Multinational Financial Management*, sexta edición, Prentice Hall: Londres.
- SCHOLES, M. (1996). "Global Financial Markets, Derivative Securities and Systemic Risk", *Journal of Risk and Uncertainty*, 12, 2711-286.
- VALDÉS, R. (1997). "Emerging Market Contagion: Evidence and Theory", Documentos de Trabajo el Banco Central, Banco Central de Chile.
- VAN RIJCKEGHEM, C. y B. WEDER (1999). "Financial Contagion: Spillovers through Banking Centers", CFS Working PaperN 17 (Fráncfort: Centre for Financial Studies, November). Working Paper .35. November 2000 77.
- W. F. TREACY y M. S. CAREY (1998). "Credit Risk Rating at Large U.S. Banks", *Federal Reserve Bulletin*, noviembre, pp. 897-921.