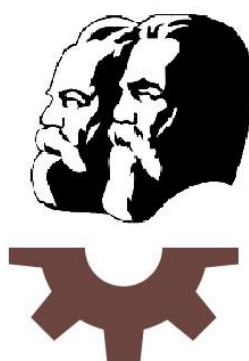


DT 11

Investigación preliminar

RIESGO POLÍTICO EN PAÍSES LATINOAMERICANOS

María Luz Vazquez Medus



MARXISMO CUANTITATIVO

CENTRO DE ESTUDIOS

Diciembre 2019

RIESGO POLÍTICO EN PAÍSES LATINOAMERICANOS*

María Luz Vazquez Medus

Índice

1. Abstract	3
2. Introducción	3
2.1 Mercados emergentes	6
2.1.1 Supuestos CAPM	8
2.2 Inestabilidad.....	9
2.3 Riesgo país.....	10
2.3.1 Riesgo país en Argentina.....	12
2.4 Curva de rendimientos	15
3. Metodología	16
4. Riesgo político.....	17
4.1 Metodologías de medición del riesgo político	18
4.2 Algunas mediciones	19
4.3 Trade-off	21
5. Casos de estudio	23
5.1 Proceso electoral: Argentina 2015	24
5.2 Renuncia del presidente del Banco Central: Argentina 2014	26
5.3 Designación de Gabinete: Brasil 2014.....	26
5.4 Hold-outs y agencias calificadoras de riesgo	28
5.5 Cambio de Gobierno: Grecia 2015	30
6. Conclusión.....	32
7. Notas Bibliográficas.....	35
8. Apéndice.....	38
8.1 Mapa de riesgo político.....	38
8.2 Curva de rendimientos	40
8.3 Calificaciones de riesgo: ratings Argentina	43

* En base a la tesina de Maestría en Finanzas de la autora (2015)

1. Abstract

El riesgo político es una importante variable en el pricing de mercado de los activos financieros de países latinoamericanos, cuya valuación suele observar un overshooting frente a determinados eventos, que genera oportunidades de mercado para inversores con el conocimiento suficiente para evaluar esta variable correctamente.

2. Introducción

El presente trabajo parte de la pregunta sobre cómo impacta la dimensión política en el pricing de activos financieros de mercados emergentes, en particular los correspondientes a los mercados latinoamericanos. El denominado riesgo político se comporta como una fuente de riesgo más, en el sentido de que al incrementar el riesgo asociado a un activo, reduce su retorno esperado, e incrementa su precio al que se negocia. Como suele observarse, la prima de riesgo en países latinoamericanos resulta incrementada debido a un conjunto de variables económicas y financieras, entre las que destaca la dimensión política.

Mapa de riesgo político: año 2015



Fuente: Elaboración propia en base a Marsh.

Mapa de riesgo político: América del Sur

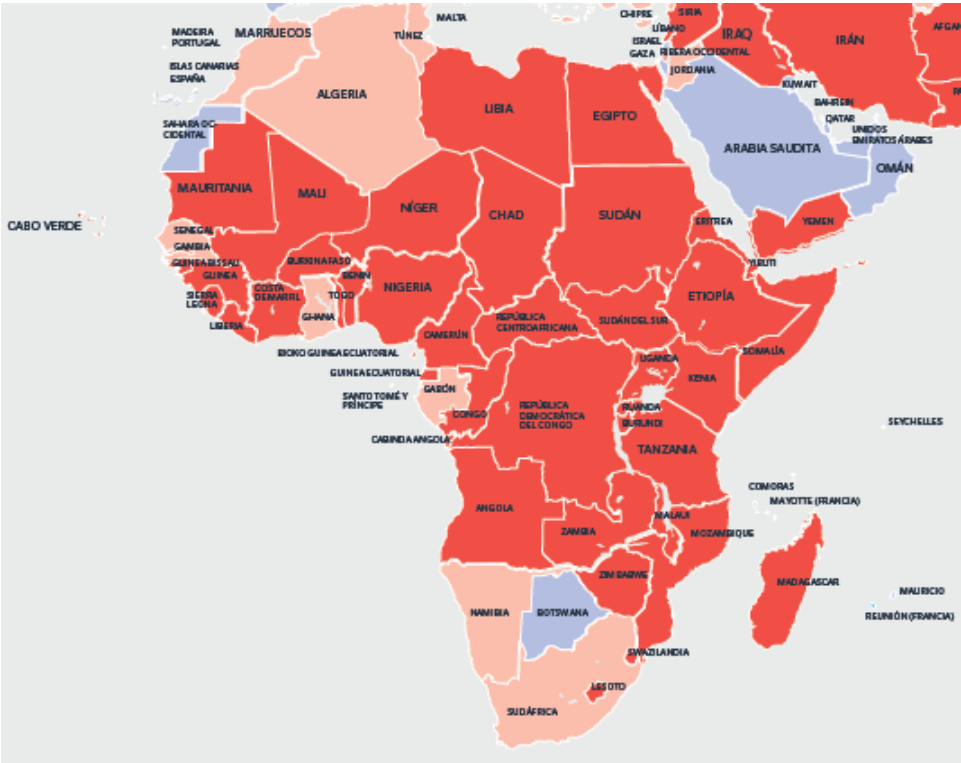
Año 2015



Fuente: Elaboración propia en base a Marsh.

A modo de ejemplo vemos como se asocia la inestabilidad política, el peor desempeño en términos de riesgo político, a los mercados emergentes. Pero, ¿qué es lo que tiñe de rojo y levanta alertas en los mercados emergentes? Las posibilidades de llevar adelante con éxito negocios o de ganar dinero a través de estos mercados, ¿son acaso menores? La incertidumbre asociada a estos mercados, ¿explica el grueso de la brecha de rendimientos?, o podría la falta de previsibilidad sobre estos mercados estar en algún grado relacionada a los modelos de análisis utilizados, que leen shocks sorpresa en la dinámica política y económica de países que difieren de los principales países. Sobrevaluar el riesgo político en estos mercados abriría una importante oportunidad de apropiarse del up-side de estos mercados cuando convergen luego de estos shocks.

Mapa de riesgo político: África



Europa del Este



Fuente: Elaboración propia en base a Marsh.

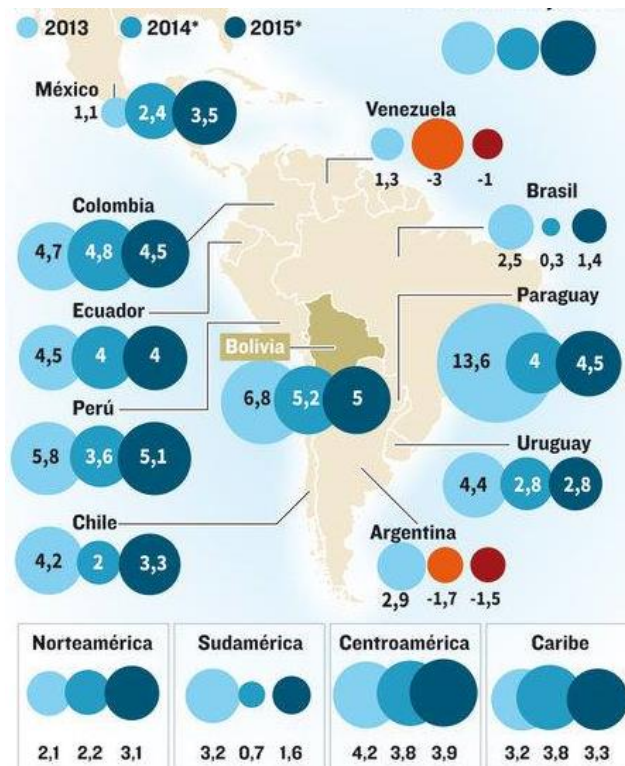
Comencemos entonces por definir el estado de “emergencia” referido, cómo se mide la inestabilidad asociada a estos mercados y el impacto en términos de rendimiento de las inversiones que se atribuye.

2.1 Mercados emergentes

Siguiendo a la International Financial Corporation (IFC), los mercados emergentes parecerían estar asociados a economías de países en desarrollo. Tradicionalmente se asoció esta característica a las economías de menor crecimiento, y menor desarrollo industrial. Sin embargo, estos mercados han logrado mostrar fuertes expansiones en términos de actividad económica, de forma que se ha virado a considerar otros aspectos como característicos de estas economías no consolidadas, en comparación con los mercados europeos y estadounidense.

Crecimiento económico: Latinoamérica

Tasas de variación del PIB a precios constantes. Años 2013 a 2015



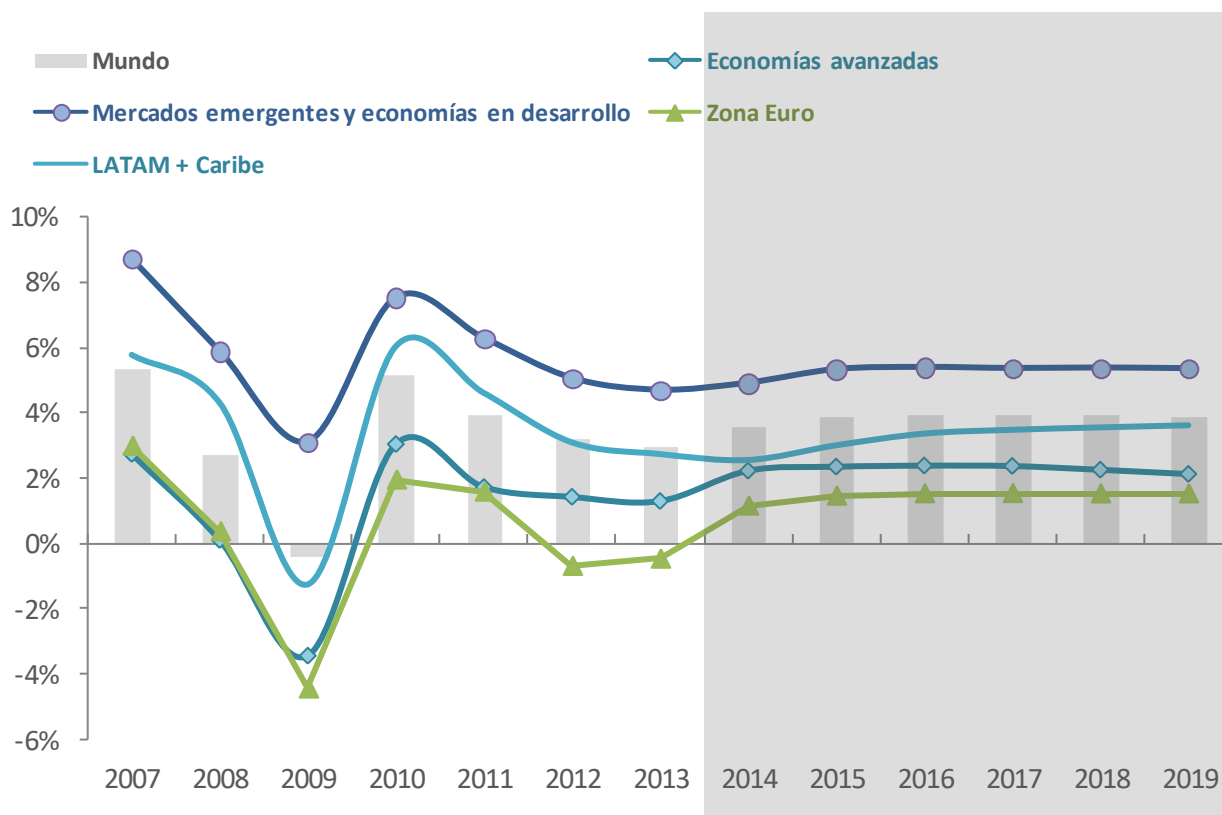
Fuente: Elaboración propia en base a La Razón (FMI).

Nota: Datos 2014 estimados y datos 2015 proyectados.

Uno de los rasgos más mencionados en torno a la definición de estas economías es en efecto la volatilidad del ciclo económico. Como observamos a continuación, se observa una disparidad en la evolución reciente de las economías Latinoamericanas, con tasas anuales que van desde el 1,1% para México al 13,6% para Paraguay, en 2013. Con todo, las economías emergentes muestran tasas de crecimiento nada desdeñables en los últimos años y se conforman en mercados que captan gradualmente un mayor interés de los mercados de capitales, puesto que ofrecen alternativas de retornos muy atractivas. Además, presentan al inversor importantes oportunidades de diversificación, toda vez que procesan de diferente manera los factores económicos y financieros que afectan de manera más o menos homogénea a las economías centrales. Así, estas economías han sorprendido mostrando cierta inmunibilidad a las últimas crisis internacionales.

Evolución de la actividad económica: regiones seleccionadas

Producto Bruto Geográfico a precios constantes. Variaciones anuales.



Fuente: Elaboración propia en base a FMI (Base de datos WEO abr-14).

Los diferentes niveles de transmisión de los shocks económicos en estas economías y los diferenciales de rentabilidad entrañan diferentes perfiles de riesgo que se atraviesan al invertir en estos mercados. Sin embargo, buena parte de la apreciación de riesgo que se tiene desde las economías emergentes sobre estos mercados podría responder al desconocimiento de cómo operan, más allá de las barreras de entrada y salida y los menores niveles de liquidez que suelen presentar.

A la hora de medir el costo del capital los inversores enfrentan el problema de cómo valorar estos mercados que difieren de la dinámica de los centrales. El modelo estándar de valuación, el Capital Asset Pricing Model (CAPM) encuentra la dificultad de que no puede ser aplicado en mercados que no se encuentran perfectamente integrados. Además, los mercados accionarios suelen ser de menor tamaño en estas economías, muchas veces se encuentran concentrados y poseen baja liquidez. A esto cabe agregar un factor que juega un rol central y atraviesa todas las variables mencionadas: la menor cantidad de información disponible sobre estos mercados.

2.1.1 Supuestos CAPM¹

- Inversores racionales diversificadores eficientes de sus inversiones, normalmente adversos al riesgo.
- Todas las inversiones tienen para su análisis el mismo período de tiempo (modelo uniperiódico).
- Los inversores tienen expectativas homogéneas de rentabilidad futura de las inversiones (probabilidad de obtener determinado nivel de rentabilidad).
- Mercado de capitales perfecto
 - Activos son perfectamente divisibles y comercializables
 - Sin limitaciones en la cantidad que se invierte en un activo.
 - No existen costos de transacciones, ni de información
- No existen impuestos

¹ Algunos de estos supuestos fueron sucesivamente levantados, sin embargo, a simple vista se observa la imposibilidad de plantear como herramienta de valuación de retornos el CAPM en mercados emergentes.

- Mercados atomizados
- Existe una cantidad ilimitada de dinero para prestar o para pedir prestado a una cierta tasa de interés.
- La tasa de interés es la tasa libre de riesgo.
- No existe inflación.

2.2 Inestabilidad

Como mencionamos, el principal factor que se asocia al riesgo político suele ser la inestabilidad, toda vez que la falta de patrones de continuidad en repetición abona a la generación de incertidumbre sobre la marcha futura, en este caso, del escenario político. Si observamos el indicador VIX, podemos distinguir períodos de incremento de la volatilidad sistémica. Así observamos que a fines de 2008, con la rápida internacionalización de la crisis desatada en Estados Unidos este indicador llega superar los 50 puntos, por encima de la media de 15 puntos de los últimos años. La inestabilidad a nivel sistémico retroalimenta los parámetros de inestabilidad a nivel del riesgo de cada país. Sin embargo, nos concentraremos en las variables que afectan a nivel político la percepción de inestabilidad propia de cada mercado emergente. Intentando descontar el efecto sistémico.

Volatilidad financiera

Índice VIX (VOLATILITY S&P 500)



Fuente: Elaboración propia en base a Yahoo Finance.

2.3 Riesgo país

Existen diferentes mediciones del riesgo país, pero todas ellas suelen estar asociadas al grado de estabilidad económica y política que se asocia a un país. Zopounidis y Pardalos (1984) lo definen como la probabilidad de que un país no logre generar suficiente cantidad de divisas para hacer frente a sus obligaciones con acreedores externos. Calverley (1990) pone el hincapié en las pérdidas potenciales financieras y económicas que se desprenden del entorno político y macroeconómico de un país. Como se observa, esta medición se encuentra orientada a los inversores y toma como benchmark los países desarrollados.

Una de las más reconocidas para mercados emergentes es la elaborada por JP Morgan: Emerging Markets Bond Index (EMBI). Esta medición sigue de cerca la evolución de una canasta de bonos de deuda emergente y su diferencial (spread) en puntos básicos respecto de bonos libres de riesgo. Si tomamos por ejemplo Argentina, vemos que tras el canje de deuda de 2005, JP Morgan incorporó los nuevos bonos de deuda del país (Discount y Par, ambos emitidos en moneda extranjera bajo legislación de USA) lo que implicó una caída del riesgo para Argentina de cerca de 5.700 puntos, en términos del spread con los Treasuries.

Cambios en el Riesgo país: Argentina luego del canje de deuda

Índices EMBI+. Niveles de spread y tasas.

	Tasa de Interés (%)			Spread			Market Cap (%)
	Antes	Después	Cambio	Antes	Después	Cambio	
EMBI+	6,44	6,52	0,08	371	320	-51	
EMBI+AR	6,51	11,82	5,31	6607	910	-5697	1,6
EMBI Global	6,29	6,38	0,09	363	312	-51	
EMBI Global AR	6,18	11,62	5,44	6080	950	-5130	1,66
EMBIG Diversified	6,15	6,27	0,12	386	324	-62	
EMBIG Diversified AR	6,18	11,62	5,44	6080	950	-5130	2,37
LEI	6,55	6,62	0,07	428	350	-78	
LEI AR Sovereign	2,05	2,39	0,34	6065	5053	-1012	0,49

*Antes: 10 de Junio 2005 - Después: 13 de Junio 2005

Fuente: Elaboración propia en base a Ámbito Financiero (JP Morgan).

El EMBI Plus (EMBI+) es un índice transparente que representa las oportunidades disponibles para los inversores. Asigna una mayor ponderación a las fluctuaciones de la deuda de países de mayor presencia en el mercado. Sólo incorpora instrumentos denominados en dólares con pagos pendientes no menores a U\$S500 millones y que cumplan con determinados estándares de liquidez, y que tengan al menos un horizonte hasta el vencimiento de dos años y medio. Además, necesita el país tener una calificación de Moody's Investor Service y Standard & Poor's de Baa1 / BBB+ o por debajo de dichas evaluaciones. Observando la valuación mencionada cabe preguntarse qué factores explican los diferenciales entre países. A modo de ejemplo, ¿es Argentina doblemente riesgosa en comparación con Brasil?

Riesgo país: Junio 2015

Índice EMBI+. Niveles y Variación interanual. Países seleccionados.

PAIS	PUNTOS	% Año
EMBI+ UCRANIA	2705	31%
EMBI+ VENEZUELA	2575	5%
EMBI+ ECUADOR	788	-11%
EMBI+ ARGENTINA	595	-17%
EMBI+	381	-2%
EMBI+ EGIPTO	363	-5%
EMBI+ BRASIL	298	15%
EMBI+ RUSIA	257	-46%
EMBI+ CROACIA	252	-6%
EMBI+ TURQUIA	240	7%
EMBI+ INDONESIA	228	-5%
EMBI+ COLOMBIA	221	13%
EMBI+ URUGUAY	210	1%
EMBI+ SUDAFRICA	202	0%
EMBI+ MEXICO	192	5%
EMBI+ PANAMA	190	1%
EMBI+ MALASIA	189	11%
EMBI+ PERU	177	-2%
EMBI+ FILIPINAS	107	-20%
EMBI+ POLONIA	101	5%

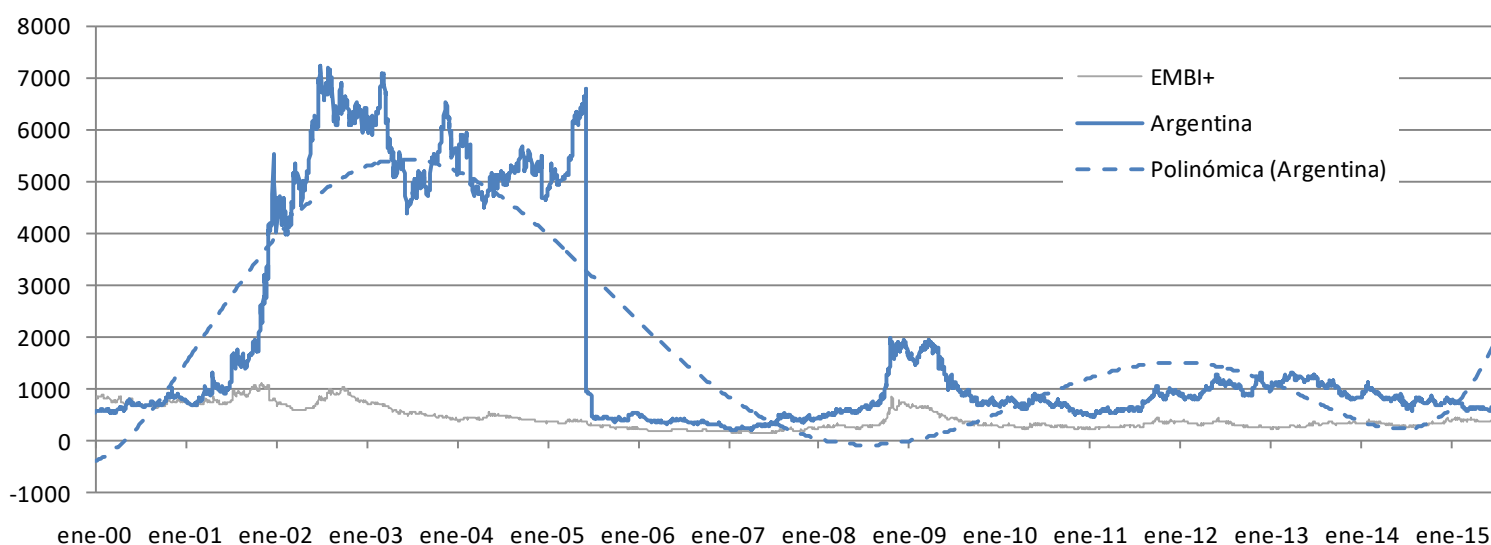
Fuente: Elaboración propia en base a Ámbito Financiero (JP Morgan).

Nota: Datos al 26 de junio de 2015.

2.3.1 Riesgo país en Argentina

En Argentina la mayor escalada del riesgo país de los últimos 20 años se correspondió con la salida de la convertibilidad y el default de la deuda, llegando a los 7.220 puntos (3-jul-02), una suba de cerca de 14 veces desde el piso de 515 a comienzos del 2000. Como mencionamos, el canje de la deuda 2005 regularizó gran parte de la deuda Argentina en default y forzó una baja de la percepción del riesgo país a niveles previos a la salida de la convertibilidad.

Evolución del Riesgo País: Argentina
Emerging Markets Bonds Index (EMBI+)



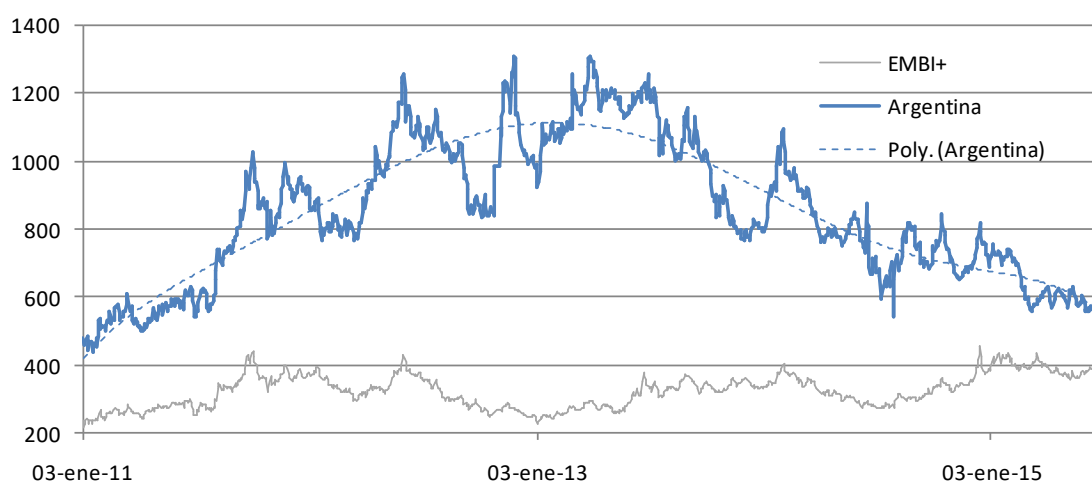
Fuente: Elaboración propia en base a MECON (JP Morgan).

Fuera de la crisis 2001, observamos que el riesgo del país se vio efectivamente incrementado con la suba del riesgo sistémico, entre fines de 2008 y mediados de 2009. Desde finales del 2007 la tasa que pagaban los bonos en dólares de Argentina multiplicó su spread respecto de la tasa de Treasuries en más de seis veces, por encima del incremento observado en promedio en Latinoamérica, en torno a cuatro veces.

Sin embargo, una vez atravesado el pico de la crisis financiera, Argentina volvió a atravesar un período de incremento del spread de bonos domésticos respecto del

benchmark estadounidense, por fuera de la dinámica observada en el promedio de LATAM. Desde el piso de 438 a comienzos de 2011 (18-ene) Argentina incremento en promedio su EMBI+ un 45% en 2012 y un 8% en 2013, mientras que el indicador a nivel global experimentó apenas una suba promedio de 4% en 2012, que retrajo en 2013 (-3%). Esto estuvo asociado al conflicto con los hold-outs, por la deuda de US\$1.600 millones que no ingresó al canje de 2005. En octubre de 2012 se conoció el fallo adverso de la corte estadounidense, que impulsó el riesgo país hasta alcanzar un máximo de 1.309 puntos el 27-nov.

Riesgo País: Argentina Emerging Markets Bonds Index (EMBI+)



Fuente: Elaboración propia en base a MECON (JP Morgan).

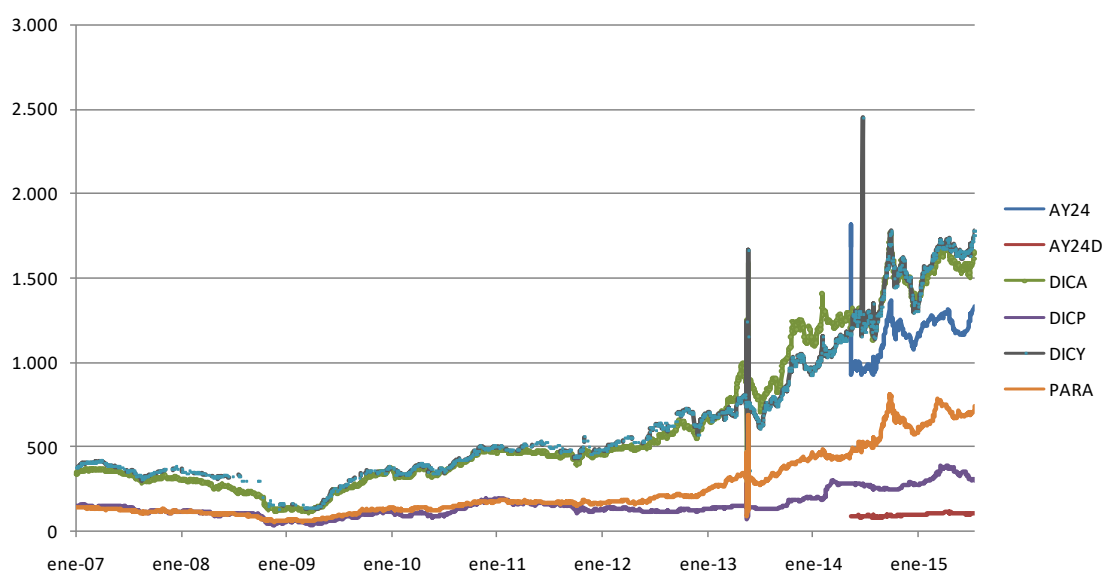
La situación descripta diferencia al país del resto de los mercados emergentes, ya que vuelve prohibitivo al país el financiamiento a tasas muy bajas con el exterior. Si bien el tema dista de estar resuelto, el EMBI para el país se coloca actualmente en torno a los 600 puntos en niveles de mediados de 2011, a la espera del resultado electoral de finales de 2015 y en perspectiva con otros eventos de distress que han hecho que Argentina pierda peso relativo.

Desde 2010 los bonos soberanos argentinos vienen mostrando subas de precios, primero asociada a la recuperación del terreno perdido en la crisis 2008-2009 y luego en

términos del rally asociado al incremento de la prima de riesgo del país frente al derrumbe de calificación crediticia por motivo de los holdouts. En 2013 los DISCOUNT mostraron aumentos de hasta 65% para las especies bajo Ley Argentina y del 73% para los PAR, misma jurisdicción.

Evolución de la cotización de bonos soberanos: Argentina

Especies seleccionadas



Fuente: Elaboración propia en base a MECON (JP Morgan).

AY24D - Bonar 2024 D (L. Arg.)

AY24 - Bonar 2024 (L. Arg.)

PARA - Par 2038 (L. Arg.)

PARAEXT - Par 2038 Exterior (L. Arg.)

DICA - Discount 2033 (L. Arg.)

DICY - Discount 2033 (L. NY.)

DICP - Discount 2033 (L. Arg.)

Si bien la velocidad de incremento de precios de los bonos soberanos mencionados se ha reducido continúan las subas de precios, acumulando expansiones en las cotizaciones de hasta 8 veces desde 2009. Aún cuando Argentina no refleja mayores incrementos en términos del EMBI+ en la actualidad, observamos incrementos en la prima de riesgo del país en la cotización de nuevas emisiones como en BONAR 2024, con una suba de

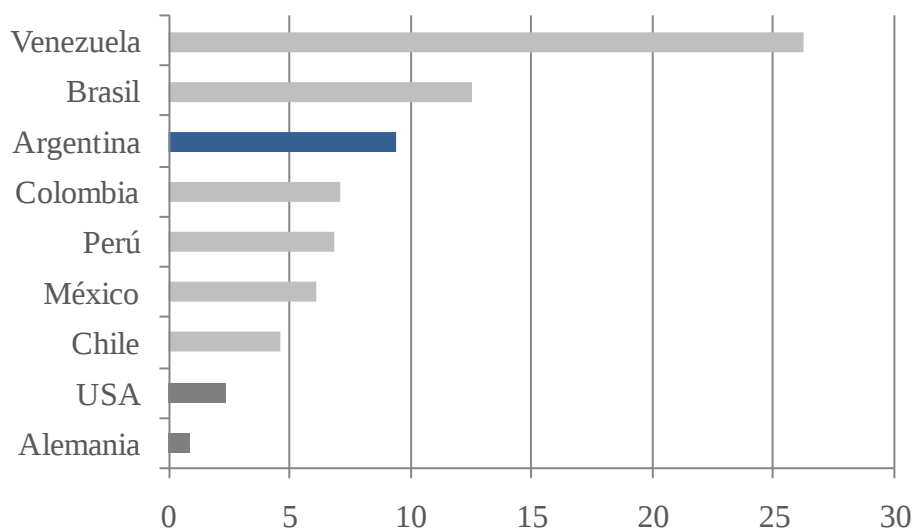
precio promedio en torno al 14%. La trayectoria de la percepción de riesgo de los potenciales inversores en el país se encuentra así atada a la lectura del mercado respecto del resultado electoral del ciclo en curso. Como veremos más adelante, es posible observar un incremento de la prima frente a la continuidad del oficialismo en el plano nacional, que podría ser en parte revertido frente a los primeros anuncios de política económica, incluyendo la designación del propio Ministro de Economía. A pesar del escenario de polarización que viene atravesando el país, las políticas económicas a implementar podrían no llegar a representar mayores variaciones entre los candidatos en pugna.

2.4 Curva de rendimientos

Ahora bien, ¿qué explica el diferencial de tasas de rendimiento de los bonos soberanos de los países emergentes? El factor de riesgo político se deja sentir con mayor fuerza a medida que se analiza un período de inversión más largo. Si tomamos como referencia un maturity de 10 años vemos que los países latinoamericanos operan con un gran diferencial de puntos básicos en el rendimiento de sus títulos soberanos. Venezuela viene trepando posiciones de la mano del deterioro de sus fundamentals macroeconómicos pero también y en gran medida por la debilidad de rotación partidaria en el Gobierno. No es casual que esa misma razón fuera la que llevó a el propio Chavez a dar un primer golpe de estado en sus comienzos.

Como sabemos, la curva de rendimientos de un país expresa la relación entre las tasas de interés de corto y largo plazo para los instrumentos de deuda soberana de un país. De esta manera, suele esperarse una pendiente positiva para la curva que vincula rendimientos con maturity de los bonos, entre otras razones, porque en un horizonte temporal mayor, la incertidumbre crece, y debe en consecuencia ser compensada por mayores rendimientos.

Tasa a 10 años de rendimiento de bonos soberanos: países seleccionados



Fuente: Elaboración propia en base a Investing.com.

3. Metodología

Al estudiar la dimensión del riesgo político en los países emergentes resulta necesario identificar las principales variables que componen este riesgo. Uno de los principales desafíos que se presentan en este sentido es el de lograr diferenciar esta dimensión de otras macroeconómicas y financieras que suelen integrar el riesgo país, uno de los benchmark más utilizados a la hora de consultar la posibilidad de inversión en mercados emergentes.

Hemos presentado a modo de introducción la noción generalizada y predominante a la hora de estudiar los mercados emergentes, vinculada a la inestabilidad que presentan estas economías. De lo anterior se desprende la necesidad de distinguir entre shocks sistémicos y factores políticos locales. Todo esto a la luz de que existen en circulación múltiples medidas que diferencian la calidad crediticia y los rendimientos de los activos financieros de economías emergentes. A continuación se recorrerán las principales definiciones del denominado riesgo político, buscando distinguir esta variable de otras

asociadas al desempeño macroeconómico y financiero. A continuación atravesaremos las diferentes concepciones de esta variable para identificar dimensiones comunes.

Sucesivamente recorreremos las principales metodologías de medición del riesgo político, para luego hacer hincapié en la presencia de trade-offs en las situaciones en las que los países emergentes se alejan de los benchmark establecidos por los países centrales. Finalmente retomaremos algunos estudios de casos de aplicación a partir del movimiento de las bolsas locales en relación con factores políticos, y cómo éstos se relacionan o no con las principales variables de medición utilizadas en la actualidad.

4. Riesgo político

El riesgo político es una variable ampliamente citada a la hora de analizar inversiones en países emergentes, pero sobre la que menores definiciones parecieran tenerse. A modo de ejemplo, muchas veces suele separarse esta variable de otras como el riesgo soberano, de liquidez o macroeconómico. Sin embargo todas estas dimensiones terminan refiriendo a decisiones políticas, de desconocer deuda soberana, implementar restricciones a las transferencias o presentar problemas de solvencia no tratados anticipadamente.

Riesgo	Definición
Político	Confiscación y/o expropiación
Soberano	Desconocimiento parcial o total de la deuda soberana
de Transferencia o Liquidez	Restricciones para que un eudor haga frente a sus compromisos (aún teniendo los fondos)
Macroeconómico	Problemas de solvencia

Por esta razón en muchos casos suele asociarse el factor político a conflictos geopolíticos; una presentación extrema de cómo afecta la variable de estudio el desempeño inversor. En términos generales no existen mayores diferencias en términos del espectro de variables que se incorporan actualmente para medir riesgo político. A

grandes rasgos se identifican **seis dimensiones** relacionadas a la gobernabilidad de los sistemas políticos:

- **Regímenes de gobierno**
- **Lógica territorial de la política**
- **Sistemas electorales y de partidos**
- **Institucionalidad y cultura política**
- **Estilos de liderazgo**
- **Posibilidades de accountability**

4.1 Metodologías de medición del riesgo político

En términos metodológicos existen aproximaciones tanto cuantitativas como cualitativas a la medición del riesgo político. En general, dada la propia naturaleza de la variable de estudio, suelen combinarse ambos métodos. Siguiendo la categorización de US Eximbank proponemos distinguir entre:

- **Métodos completamente cualitativos:** reportes descriptivos sin formato fijo que evalúan diferentes variables según el país y el momento de análisis.
- **Métodos cualitativos estructurados:** Siguen formatos estandarizados y se apoyan en datos estadísticos.
- **Métodos mixtos (check-list ponderados):** se puntúa una lista de atributos, cualitativos y/o cuantitativos.
- **Métodos completamente cuantitativos:** estudios econométricos y estadísticos.
 - Análisis discriminante
 - Análisis principal de componentes
 - Análisis Logit
 - Método de Árbol de regresión.

4.2 Algunas mediciones

Uno de los indicadores más utilizados para medir el riesgo político es el elaborado por PRS Group, denominado International Country Risk Guide (ICRG). Siguiendo esta metodología el rating político se compone de 12 ítems:

- a) Estabilidad del Gobierno
 - a. Unidad de Gobierno
 - b. Fuerza Legislativa
 - c. Apoyo popular
- b) Condiciones socioeconómicas
 - a. Desempleo
 - b. Confianza del Consumidor
 - c. Pobreza
- c) Perfil inversor
 - a. Viabilidad de los contratos / Expropiación
 - b. Repatriación de utilidades
 - c. Demora en los pagos
- d) Conflicto interno
 - a. Guerra civil / Amenaza de golpe
 - b. Terrorismo / Violencia política
 - c. Desorden cívico
- e) Conflicto externo
 - a. Guerra
 - b. Conflictos extra-fronterizos
 - c. Presiones externas
- f) Corrupción
- g) Militares en política
- h) Tensiones religiosas
- i) Ley y orden
- j) Tensiones étnicas
- k) Accountability democrático
- l) Calidad burocrática

ICRG: factores políticos críticos



Fuente: Elaboración propia en base a Claude, Campbell y Tada (1996).

Otro indicador reconocido es el de Business Environment Risk (BER). Este indicador, elaborado por la unidad de inteligencia de The Economist presenta un modelo de ranqueo de los ambientes de negocios en términos de su calidad y atractivo, en 82 países, sobre la base de los reportes de The Economist Intelligence Unit's Country Forecast reports. Esta estimación se nutre de 91 indicadores. El índice del riesgo político de Business Environment Risk Intelligence considera los siguientes factores:

1. Facciones políticas.
2. Tensión en etnias, religiones y lingüística.
3. Medidas coercitivas para mantener el régimen.
4. Mentalidad: Nacionalismos, corrupción, nepotismo.
5. Condiciones sociales: población, distribución del ingreso.
6. Fortaleza de la izquierda radical.
7. Fuerzas políticas regionales.
8. Conflicto social.
9. Historia de regímenes inestables.

Existen otras mediciones que incorporan la dimensión de riesgo político, en una apreciación menos diferenciada, que incluye variables económicas, financieras y sociales, que llevan adelante las calificadoras de riesgo o bien el ranking de Euromoney. En el primer caso nos referimos a las mediciones de Moody's, Estándar & Poors y Flitch, todas ellas muy criticadas en torno al papel que desempeñaron en las últimas crisis internacionales, a partir de 2008. Es importante destacar que con la reducción de sus calificaciones las inversiones en mercados emergentes pueden resultar prohibitivas para numerosos inversores. Numerosos inversores institucionales, principalmente los Fondos de Inversiones, tienen prohibido invertir en países o proyectos que no cuenten con un piso de investment-grade. Esto limitaría potencialmente los flujos de inversión hacia éstos países.

En el segundo caso el Riesgo Político se define como la posibilidad de no hacer frente a los compromisos de endeudamiento, así como la imposibilidad de repatriar capitales. Con todo, la mayoría de las mediciones y evaluaciones de riesgo político son de carácter privado y tailor-made, espejando la complejidad de la propia medición y la importancia de contar con estimaciones propias que permitan arbitrar los mercados financieros con ventajas de información.

4.3 Trade-off

Es importante destacar que muchas variables muestran relaciones de trade-off en términos de la deseabilidad de los atributos propios de la gobernabilidad, o bien entre dos momentos históricos y políticos.

Y es importante señalar lo anterior para remarcar que toda vez que el mercado realiza una evaluación sobre las virtudes o vicios de un aspecto político determinado, y con ello el pricing de activos financieros, está optando por una de las dos caras de la misma moneda. Claro está que esto no resulta aleatorio, sino que responde a una multiplicidad de factores que hacen a la dinámica política agregada como a cuestiones ideológicas e intereses particulares, pero también a climas de opinión, modas, y todo un conjunto de variables que polulan frente a la complejidad de análisis del tema en cuestión.

Esta última clase de factores son los más fáciles de estimar, ya que responden a regularidades empíricas frente a situaciones similares. Es precisamente esta dinámica de reacción la que genera mayores diferenciales apropiables en la valuación de activos.

Como señala Lanzaro (2003) una primera aproximación a los sistemas presidencialistas refiere a la tipología de diferenciación entre sistemas mayoritarios y pluralistas, según el acceso al poder de quien gane las elecciones se rija por gobernar o compartir el gobierno con minorías. Esto básicamente emula la calificación de sistemas electorales de Nohlen.

Uno de los esquemas políticos presidencialistas más negativamente valorados refiere a las gestaciones plebiscitarias, comúnmente conocidas como “populismos”, y que son un caso de presidencialismos mayoritarios, aunque dotados de vínculos particulares en términos de legitimación –carismática en términos weberianos- y de los procesos de producción de poder político (Lanzaro 2003:23).

A continuación presentamos seis aspectos de los regímenes pluralistas, explicitando las razones de su deseabilidad y el sacrificio que presentan frente a la opción de esquemas mayoritarios.

Dimensión	Deseable: pluralismo	Sacrificio: mayoría
Relación entre jefatura de gobierno y parlamento	Competencia y control	Monocolor partidario
Articulación entre el ordenamiento centralizado y las instancias descentralizadas de gobierno	Descentralización	Eficiencia de la centralización: velocidad y escala
Régimen electoral	Proporcional: representación de minorías	Asegurar mayorías de gobierno
Reglas no escritas y fondos de cultura política	Tolerancia y respeto del ámbito privado; inclinaciones pragmáticas	Homogeneidad cultural e ideológica
Estilos de liderazgo, constelaciones de dirección política y de legitimación	Lógicas de responsabilidad; impronta colectiva; liderazgos atentos al compromiso	Lógicas de convicción; impronta personalista; liderazgos movilizadores
Ejercicios plebiscitarios	Menor propensión	Mayos propensión; comandancia verticalista; relacionamiento con las masas "aparentemente" inmediato

Como puede observarse, el pluralismo de representación se contrapone a la eficacia de la mayoría. De igual forma, es importante destacar que la discrecionalidad de intervención de un gobierno monocolor, con mayorías absolutas en el Congreso, y con baja rendición de cuentas, si bien resultan amenazas al escenario de inversiones de largo plazo pueden presentar ventajas. Así, estas características facilitan la negociación.

Del mismo modo, la temida corrupción, puede generar oportunidades de negociación – moralmente reprochables, claro- para conseguir intervenciones y medidas de política económica favorables. En efecto, se cuenta con numerosos casos de corrupción en los más altos mandos de compañías multinacionales en oportunidad de negocios millonarios en mercados emergentes.

En numerosos casos, se penaliza en los mercados financieros las desviaciones de los mercados emergentes del funcionamiento de los benchmark. Como veremos a continuación, la presencia de representantes de gobierno mayormente asociados al mainstream y a la menor pauta de intervención del estado en la economía, estimulan las bolsas de valores locales, a contramarcha de cualquier movimiento heterodoxo. Pero, ¿podrían las características heterodoxas de estos mercados representar ventajas en términos de rentabilidad?

5. Casos de estudio

De acuerdo con Claude, Campbell y Tadas (1996), los cambios en los ratings políticos tienen algún poder explicatorio en los mercados de acciones de países emergentes, no así en los mercados desarrollados. A continuación presentaremos algunos ejemplos trascendidos de los principales movimientos de corto plazo de los instrumentos financieros que responden a variables políticas. Argentina como Brasil presenta múltiples ejemplos a lo desarrollado previamente, con un importante elemento especulativo.

5.1 Proceso electoral: Argentina 2015

Recientemente se observó el impacto del cierre de listas en la bolsa local, de cara al ciclo electoral 2015, con dos fechas claves: el martes 9 de junio como fecha límite para presentar las alianzas electorales y el 20 de junio como fecha límite para presentar las candidaturas.

La posibilidad de un acuerdo entre dos candidatos opositores (Macri y Massa) estimuló una suba la cotización de las acciones locales. El rumor instalado impactó fuerte en las acciones bancarias con subas de hasta un 10% en solo un día.

Evolución de las acciones argentinas: alianzas electorales

Índice Merval. Datos al 8 de Junio de 2015



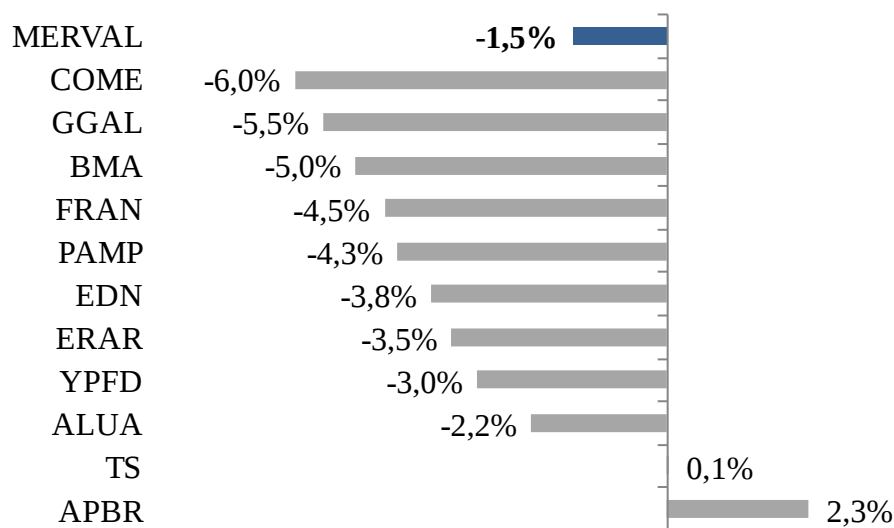
Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg.

A contramarcha, tras el anuncio de la fórmula presidencial oficialista, el Merval se contrajo un 1,7%, a pesar de la suba de una de las acciones con mayor peso en el índice (Petrobras Brasil) de la mano de la cotización del crudo. Entre las bajas más importantes se situaron las empresas representativas del equity local y que más crecieron en los

últimos años: Comercial del Plata (-6%), Galicia (-5,7%) y Edenor (-4,9%), entre los 53 papeles que se negociaron a la baja.

Evolución de las acciones argentinas: anuncio candidato a vicepresidente

Índice Merval. 11 de Junio de 2015. Acciones líderes.



Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg.

Según los datos publicados por Cronista, los títulos públicos registraron una caída promedio de 1,2% en sus cotizaciones en dólares, y el riesgo país superó los 600 puntos básicos. El Bonar X bajó 0,72%, el AN18 cayó 0,74%, el AY24 perdió 0,91%, el Descuento en dólares retrocedió 1,26%, el Descuento en pesos descendió 1,78%, el Global 17 cedió 1,30%, el NF18 se contrajo 0,37%, el Par en dólares avanzó 0,29%, el Par en pesos se hundió 1,87%, el PR12 saltó 4,96%, el PR13 restó 0,77%, y el Boden 2015 sumó 1,10%. Entre los cupones atados al crecimiento del PBI, el TVPP (en pesos) se depreció 2,94% (\$ 6,60), el TVPY (regido por la ley extranjera, canje 2005) se desvalorizó 1,90% (\$ 103) y el TVYO (serie II, regido por la ley Nueva York, canje 2010) bajó 0,96% (\$ 103).

5.2 Renuncia del presidente del Banco Central: Argentina 2014

La renuncia del presidente del Banco Central en octubre de 2014 marcó un fuerte cimbronazo en el mercado argentino, con una caída de 8% del Merval.

Evolución de las acciones argentinas

Índice Merval



Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg.

Este evento, lejos de representar un hecho económico-financiero aislado, estuvo signado por las luchas de poder al interior de las camarillas de gobierno, prevaleciendo la vertiente del Ministro de Economía, quien no respaldaba la suba de tasas domésticas para contener el tipo de cambio y quien se inclinaba por mayores controles a los intermediarios en el mercado de cambios.

5.3 Designación de Gabinete: Brasil 2014

A contramarcha de lo ocurrido tras conocerse el resultado electoral de Dilma Rouseff, el mercado pareció apoyar la designación. El 21 de noviembre de 2014 el Bovespa registró la mayor alza en tres años (+5%) luego de que trascendiera el nombramiento de Joaquim Levy al frente de Hacienda. Desde un piso de 54.292,92 para el mediodía, el

Bovespa trepó por encima de los 56.000, esto es, un incremento de 3,5% en 5 horas, o 5,2% contra el cierre del miércoles (el martes no operó la bolsa de Brasil). En efecto, se esperaban los anuncios tras el cierre del Bovespa, dada la repercusión de la segunda vuelta presidencial.

Evolución de las acciones brasileiras: anuncio nuevo ministro

Índice BOVESPA. 21 de noviembre de 2014



Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg.

Según trascendidos Levy era la segunda opción luego de Luiz Carlos Trabuco, también del Bradesco (presidente). Todas las opciones que se manejaban parecían mostrar hombres conservadores en términos del rol preponderante del mercado. La elección de Levy además muestra una inclinación al interior del propio Partido dos Trabalhadores. Entre las principales referencias del nuevo Ministro encontramos que cuenta con una formación doctoral en la Universidad de Chicago (PHD 1992), cuna de la ortodoxia liberal y que trabajó en el FMI (1994-1999). Así, Levy considera que el foco del equilibrio macroeconómico en Brasil depende principalmente del frente fiscal: reducción del déficit. En entrevistas, Levy se ha manifestado a favor de tasas de interés bajas, para fomentar el crecimiento.

Levy ya formaba parte del equipo económico de Rouseff, como Director-superintendente de Bradesco en manejo de activos. El ministro había ocupado función pública durante el gobierno de Fernando Henrique Cardoso en 2000, interviniendo en Política Económica y luego en Planeamiento. Pero su antecedente inmediato y más fuerte ha sido en el gobierno de Luiz Inácio Lula da Silva, como Secretario del Tesoro Nacional, entre 2003 y 2006, para dimitir tras el escándalo de Antonio Palocci, Viceministro de Mantenga y Secretario de Finanzas, por el financiamiento del PT, entre otros. En 2007 actuó como Ministro de Hacienda del gobierno de Río de Janeiro (PMDB).

5.4 Hold-outs y agencias calificadoras de riesgo

Como se observa en el cuadro (ver Apéndice), desde el inicio del conflicto con los hold-outs, las principales Agencias Calificadoras de Riesgo a nivel Internacional fueron recortando sistemáticamente la calificación crediticia de Argentina, advirtiendo sobre la vulnerabilidad de la deuda soberana, y la posibilidad creciente de un incumplimiento en los pagos de la deuda.

Rating Standard & Poor's: Argentina

Valores en miles

Calif. Largo Plazo				Calif. Corto Plazo			
Moneda Extranjera		Moneda Local		Moneda Extranjera		Moneda Local	
Fecha	Calif. (Perspectiva)	Fecha	Calif.	Fecha	Calif.	Fecha	Calif.
2014-07-30	SD	2013-09-10	CCC+	2014-07-30	SD	2013-09-10	C
2014-06-17	CCC- (Negativa)	2012-10-31	A	2013-09-10	C	2010-09-13	B
2013-09-10	CCC+ (Negativa)	2010-09-14	AA	2010-09-13	B		
2012-10-31	B- (Negativa)	2010-09-13	B				
2012-04-23	(Negativa)						
2010-09-13	B (Estable)						

Fuente: Elaboración propia en base a S&P.

Con el incremento de las probabilidades de un default de la deuda Argentina, creció el riesgo país, y con ello las primas sobre las tasas que se exigen a los proyectos de inversión. De la mano del mayor riesgo que representa la condición institucional de la deuda Argentina, el financiamiento al que acceden los proyectos en el país se vuelve más caro y poco apetecible para los inversores más aversos al riesgo. De esta manera, la presión sobre las tasas de interés domésticas resulta inmediata.

Los flujos de inversión se ven afectados además de forma indirecta por los nuevos eventos, a través del impacto del conflicto de los hold-outs en la dinámica macroeconómica del país. Por un lado, la pérdida de confianza en los instrumentos de deuda de Argentina debilita la moneda local, el peso, frente a las divisas internacionales. Una mayor dolarización de carteras genera una fuerte presión hacia la depreciación del peso. Esto se conjuga con mayores presiones inflacionarias, producto de expectativas mayores sobre un incremento futuro mayor de los precios, en un contexto donde el poder de fuego del Banco Central para ofertar dólares en el mercado ha reducido fuertemente las reservas.

Y finalmente, el default de la deuda termina impactando sobre el desempeño de la economía real, el primer indicador que se mira a la hora de hacer inversiones, como condicionante del grado de fertilidad que las mismas puedan tener. Una vez establecido lo anterior, todas variables especialmente atendibles en mercados emergentes para radicar inversiones –especialmente las de corte más conservador-, frente a las preocupaciones usuales de inversores en términos de las inclemencias del ciclo económico (volatilidad) en el hemisferio Sur, cabe advertir algunas contra tendencias.

En efecto, con el deterioro del contexto macroeconómico y el derrumbe de la calificación crediticia del país, el valor y cotización de numerosos activos en el país se encuentran a la baja. Esto representa, a contramarcha del sentido en el que operaban los factores anteriores, un estímulo a los flujos de inversión, con interesantes oportunidades para acceder a un bajo costo o tasa a proyectos con un potencial futuro de fuerte crecimiento, y con ello, revalorización. No obstante, debe advertirse que a mayores niveles de riesgo más peligro se corre de que los bajos precios de ingresar al país atraigan en vez de inversiones productivas, compradores financieros con fines especulativos.

5.5 Cambio de Gobierno: Grecia 2015

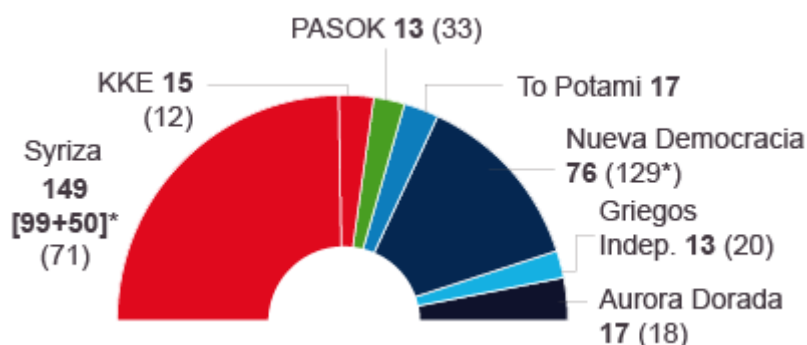
En un clima signado por la merma de la actividad, el desempleo y las huelgas generales Grecia atravesó elecciones anticipadas tras la falta de acuerdo por el candidato a presidente, como había anunciado el 29 de diciembre. Andónis Samarás anuncia para el 25 de enero, con la victoria de una coalición de izquierda llamada “radical”. Esta victoria irrumpió la rotación bipartidista entre el partido Nueva Democracia de Samaras ni el socialista PASOK, que gobernaban desde la caída del gobierno militar en 1974. Las principales propuestas de la coalición de izquierda se habían concentrado en oponerse a las medidas de austeridad recomendadas e implementadas por la Troika desde 2009, así como buscar una quita parcial de la deuda.

Alex Tsiras, su líder y actual presidente, había accedido al Parlamento griego con el 5% de los votos en 2009, que había logrado ampliar al 26% en 2012, que sostiene en 2014

en las elecciones europeas, siendo el vicepresidente del Partido de la Izquierda europea. Tras las elecciones legislativas de enero de 2015 Syriza alcanzó el 36% de los votos y obtuvo 149 escaños que lo colocaron cerca de la mayoría absoluta al bloque.

Elecciones legislativas: Grecia 2015

Cantidad de escaños por bloque electoral.



Nota: datos entre paréntesis refieren a los escaños obtenidos en 2012.

Fuente: Elaboración propia en base a poder legislativo Grecia.

Desde un piso de 433 el 9 de abril de 2014, la prima de riesgo griega tuvo un rally hasta alcanzar un spread de 1114 el 30 de enero de 2015, luego de las elecciones, esto es, un incremento en 2,5 veces. Esto en respuesta al fuerte apoyo electoral otorgado a una propuesta de gobierno que basó su campaña en prometer un endurecimiento de la postura del país griego en la negociación de las condiciones para continuar con los tramos de financiamiento ofrecido por la Troika. A medida que crecía la inclinación por Syriza en el electorado lo hacía la prima de riesgo de la deuda del país.

Sin mayores cambios en lo inmediato en los macrofundamentals de Grecia, claramente se destaca la lectura del mercado respecto de la solvencia de la deuda griega, toda vez que el mercado comenzó a amparar -aunque con diversas probabilidades asociadas- nuevos escenarios. Nos estamos refiriendo a las condiciones o durezas en la negociación que pudieran plantear los representantes del país en la negociación de la deuda griega, que llegaron a plantear la posibilidad –aunque baja- de la salida de Grecia del Euro.

Evolución del riesgo país: Grecia

Prima de riesgo frente a los bonos Alemanes a 10 años.



Fuente: Elaboración propia en base a datosmacro.com.

Como puede observarse en el apéndice, la prima de riesgo griega dista de estar contenida; tras el referéndum del 5 de julio último a favor de rechazar las condiciones de rescate propuesto por la Troika, luego de que no se lograra avanzar en las negociaciones entre el nuevo gobierno griego y sus acreedores, y una escalada en el riesgo país de Grecia, se sucedió la dimisión del Ministro de Finanzas y la recapitulación del gobierno de Syriza, logrando empezar a acordar un nuevo tramo de financiamiento.

6. Conclusión

Comenzamos este trabajo preguntándonos por cómo impacta la dimensión política en el pricing de activos financieros de mercados emergentes. Hemos observado que existen una gran dispersión en la forma de medir este tipo de variables. Que si bien todo análisis del riesgo político identifica seis dimensiones que hacen a la gobernabilidad de los sistemas políticos (Regímenes de gobierno; Lógica territorial de la política; Sistemas electorales y de partidos; Institucionalidad y cultura política; Estilos de liderazgo; y

Posibilidades de accountability), existe un sesgo respecto de cómo deben comportarse estas variables, en relación al benchmark de los países desarrollados.

Calificación crediticia: países con riesgo sustancial

	Moody's	S&P	Fitch
■ Nota:	Caa1	CCC+	B-
■ Categoría:	Riesgo sustancial	Riesgo sustancial	Inversión no especulativa
■ Junto a:	Ecuador	Ucrania	Bolivia
	Venezuela		Paraguay
	Egipto		El Salvador
	Pakistán		Angola
			Nigeria
			Lesoto

Fuente: Elaboración propia en base a iProfesional.

Nota: datos al 26 de Mayo de 2014.

Sin embargo, los mercados emergentes presentan características que hacen que su dinámica no pueda regirse por tales lineamientos, ya que no se encuentran perfectamente integrados. Los mercados accionarios de las economías en desarrollo suelen ser de menor tamaño, muchas veces se encuentran concentrados y poseen baja liquidez. A esto cabe agregar un factor que juega un rol central y atraviesa todas las variables mencionadas: la menor cantidad de información disponible sobre estos mercados

La falta de previsibilidad sobre estos mercados se encuentra en algún grado relacionada a los modelos de análisis utilizados, que leen shocks sorpresa en la dinámica política y económica de países que difieren de los principales países. Recordemos que el principal factor que se asocia al riesgo político suele ser la inestabilidad, toda vez que la falta de patrones de continuidad en repetición abona a la generación de incertidumbre sobre la marcha futura, en este caso, del escenario político.

Brecha en las tasas de retorno: países seleccionados

Bono	TIR en %
■ Global 2017	11,64
■ Bonar X 2017	10,70
■ Boden 2015	9,70
■ Brasil 2015	0,91
■ Brasil 2017	1,55
■ Colombia 2016	1,27
■ Ecuador 2015	4,96
■ México 2015	0,33
■ México 2017	1,17
■ Perú 2015	0,59
■ Perú 2016	1,09
■ Uruguay 2015	0,81
■ Uruguay 2017	2,25

Fuente: Elaboración propia en base a iProfesional.

Nota: datos al 26 de Mayo de 2014.

En efecto, la relación entre tasas de rendimientos de países emergentes genera múltiples incógnitas sobre la evaluación del riesgo político en esos países. Un bono argentino puede llegar a rendir doce veces uno de Uruguay. En este sentido intervienen actores institucionales que otorgan un peso fuerte al historial de economías que aún no se encuentran consolidadas, y en consecuencia atraviesan cambios constantemente. Toda vez que el mercado realiza una evaluación sobre las virtudes o vicios de una de estas categorías de análisis político, está eligiendo una ventaja del sistema político por sobre otra.

De esta manera, uno de los elementos más temidos, especialmente en los hiperpresidencialismos latinoamericanos, refiere a la discrecionalidad de intervención de un gobierno monocolor, con mayorías absolutas en el Congreso, y con baja rendición de cuentas. Sin embargo, estas características poseen la ventaja de facilitan la negociación y el lobby. En efecto, la temida corrupción, puede generar oportunidades de negociación –moralmente reprochables, claro- para conseguir intervenciones y medidas de política económica favorables.

En numerosos casos, se penaliza en los mercados financieros las desviaciones de los mercados emergentes del funcionamiento de los benchmark. La presencia de representantes de gobierno mayormente asociados al mainstream y a la menor pauta de intervención del estado en la economía, estimulan las bolsas de valores locales, a contramarcha de cualquier movimiento heterodoxo. Pero, ¿podrían las características heterodoxas de estos mercados representar ventajas en términos de rentabilidad?

Sobrevaluar el riesgo político en estos mercados abre una importante oportunidad de apropiarse del up-side de estos mercados cuando convergen luego de shocks. Como se observó, penalizar en los mercados financieros las desviaciones de los mercados emergentes del funcionamiento de los benchmark genera overshootings en el corto plazo.

7. Notas Bibliográficas

ABASSY, B; TAFFLER, R.J. (1984): “A MODEL FOR PREDICTING DEBT SERVICING PROBLEMS”. JOURNAL OF THE ROYAL STATISTICAL SOCIETY.

BANKING GLOBAL METHODOLOGY. MOODY’S.

BREALEY, R; ALLEN, F; MALLERS, S. (2006): “PRINCIPIOS DE FINANZAS CORPORATIVAS”. ED. MCGRAW-HILL ESPAÑA.

CALVERLY, J. (1985): “COUNTRY RISK ANALYSIS”.

CANO, D. :”LOS FUNDAMENTOS, LAS EXPECTATIVAS Y EL COMPORTAMIENTO DE LOS MERCADOS FINANCIEROS”. PAPER. AFI. ANÁLISIS 125 TERCER TRIMESTRE 2006.

CLAUDE, E., CAMPBELL R. Y TADAS E. (1996) POLITICAL RISK, ECONOMIC RISK AND FINANTIAL RISK

[HTTPS://FACULTY.FUQUA.DUKE.EDU/~CHARVEY/RESEARCH/PUBLISHED_PAPERS/P38_POLITICAL_RISK_ECONOMIC.PDF](https://faculty.fuqua.duke.edu/~charvey/research/published_papers/P38_POLITICAL_RISK_ECONOMIC.PDF)

FABOZZI, F. J. (1998) BOND MARKETS, ANALYSIS, AND STRATEGIES, 4TH ED., FRANK J. FABOZZI ASSOCIATES.

FINANCIAL INSTITUTIONS CRITERIA. STANDARD & POOR'S.

FUSS, R. (2001): "THE FINANCIAL CHARACTERISTICS BETWEEN EMERGING AND EVELOPED EQUITY MARQUETS"., INSTITUTE FOR GENERAL ECONOMIC RESEARCH. PAPER.

GRINBLATT, M. Y TITMAN, S. (2001) FINANCIAL MARKETS AND CORPORATE STRATEGY, 1ST ED., MCGRAW HILL.

HULL, J. C. OPTIONS (1999), FUTURES, AND OTHER DERIVATIVE SECURITIES. 4TH ED., PRENTICE HALL INC.

IRANZO, S. : "INTRODUCCIÓN AL RIESGO PAÍS". BANCO DE ESPAÑA. DOCUMENTOS OCASIONALES NÚMERO 0802.

JARROW, R. Y TURNBULL , S. (1998) DERIVATIVE SECURITIES, 1ST ED., SOUTH-WESTERN COLLEGE PUBLISHING.

LANZARO, J. (2003) TIPOS DE PRESIDENCIALISMO Y MODOS DE GOBIERNO EN LATINOAMÉRICA, CLACSO, BUENOS AIRES.

LEVI, M. (1998): "FINANZAS INTERNACIONALES". ED. MCGRAW-HILL ARGENTINA.

MARKOWITZ, HARRY (1952) "PORTFOLIO SELECTION" EN JOURNAL OF FINANCE 7, PÁGS. 77/91.

MERTON, ROBERT (1972) "AN ANALYTIC DERIVATION OF THE EFFICIENT PORTFOLIO FRONTIER". JOURNAL OF FINANCIAL AND QUANTITATIVE ANALYSIS 7, PÁGS. 1851/1872.

NOHLEN, D. (1994) "SISTEMAS ELECTORALES Y SISTEMAS DE PARTIDOS" FONDO DE CULTURA ECONÓMICA.

ROLL, RICHARD (1977) "A CRITIQUE OF THE ASSET PRICING THEORY'S TESTS; PART I: ON PAST AND POTENTIAL TESTABILITY OF THE THEORY" EN JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS 4, NO 2 , PÁGS. 129-176.

SHARPE, WILLIAM (1964) "CAPITAL ASSET PRICES: A THEORY OF MARKET EQUILIBRIUM UNDER CONDITIONS OF RISK" EN JOURNAL OF FINANCE 19, PÁGS 425/442.

STANDARD & POOR'S EMERGING MARKETS DATABASE (2007): "METHODOLOGY, DEFINITIONS, PRACTICES".

STATISTICAL APPENDIX IMF PUBLICATIONS, WORLD ECONOMIC OUTLOOK. ABRIL 2008.

VISAUTA VINACUA, B. (1998): "ANÁLISIS ESTADÍSTICO CON SPSS PARA WINDOWS"; VOLUMEN I. ED. MCGRAW-HILL ESPAÑA.

VISAUTA VINACUA, B. (2002): "ANÁLISIS ESTADÍSTICO CON SPSS PARA WINDOWS"; VOLUMEN II. ED. MCGRAW-HILL ESPAÑA.

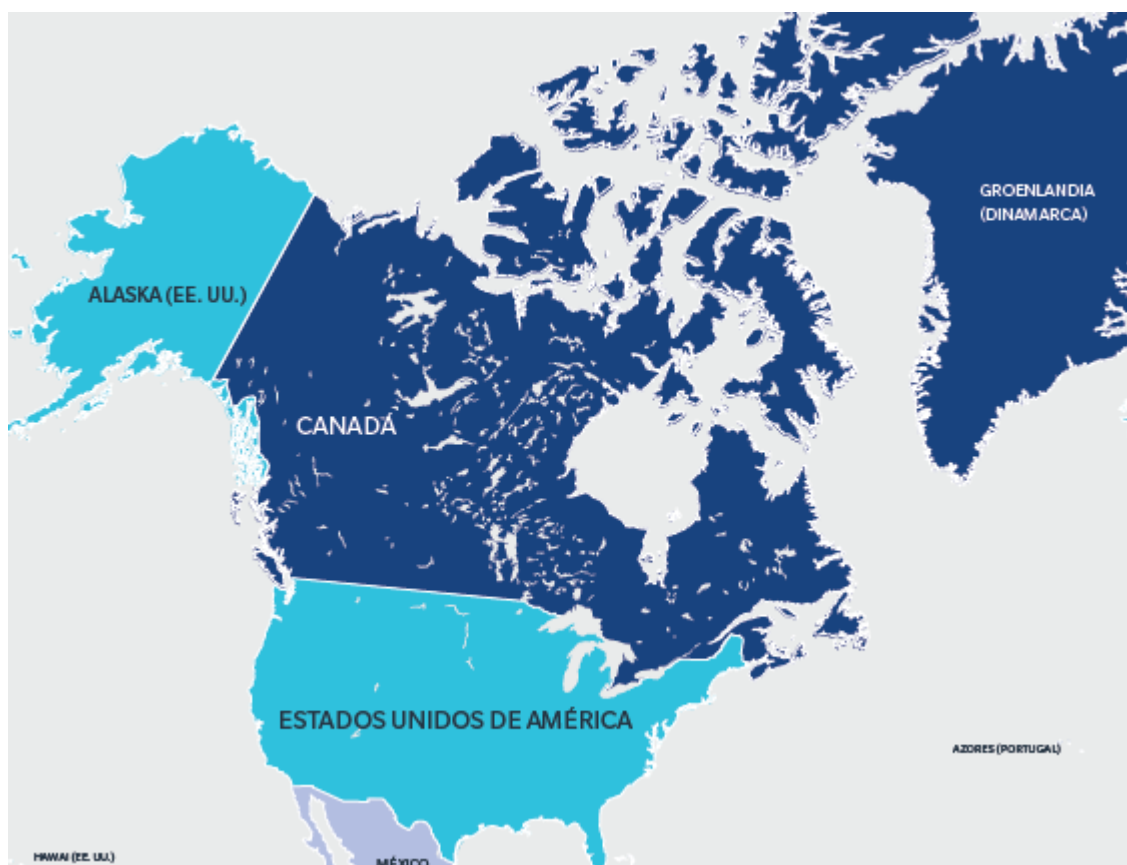
WORLD BANK (2002): "THE WORLD BANK GROUP, CLASSIFICATION OF ECONOMIES".

ZOPOUNIDIS, C; PARDALOS, P. (1998): "MANAGING IN UNCERTAINTY. THEORY AND PRACTICE".

8. Apéndice

8.1 Mapa de riesgo político

Mapa de riesgo político: América del Norte



Fuente: Elaboración propia en base a Marsh.

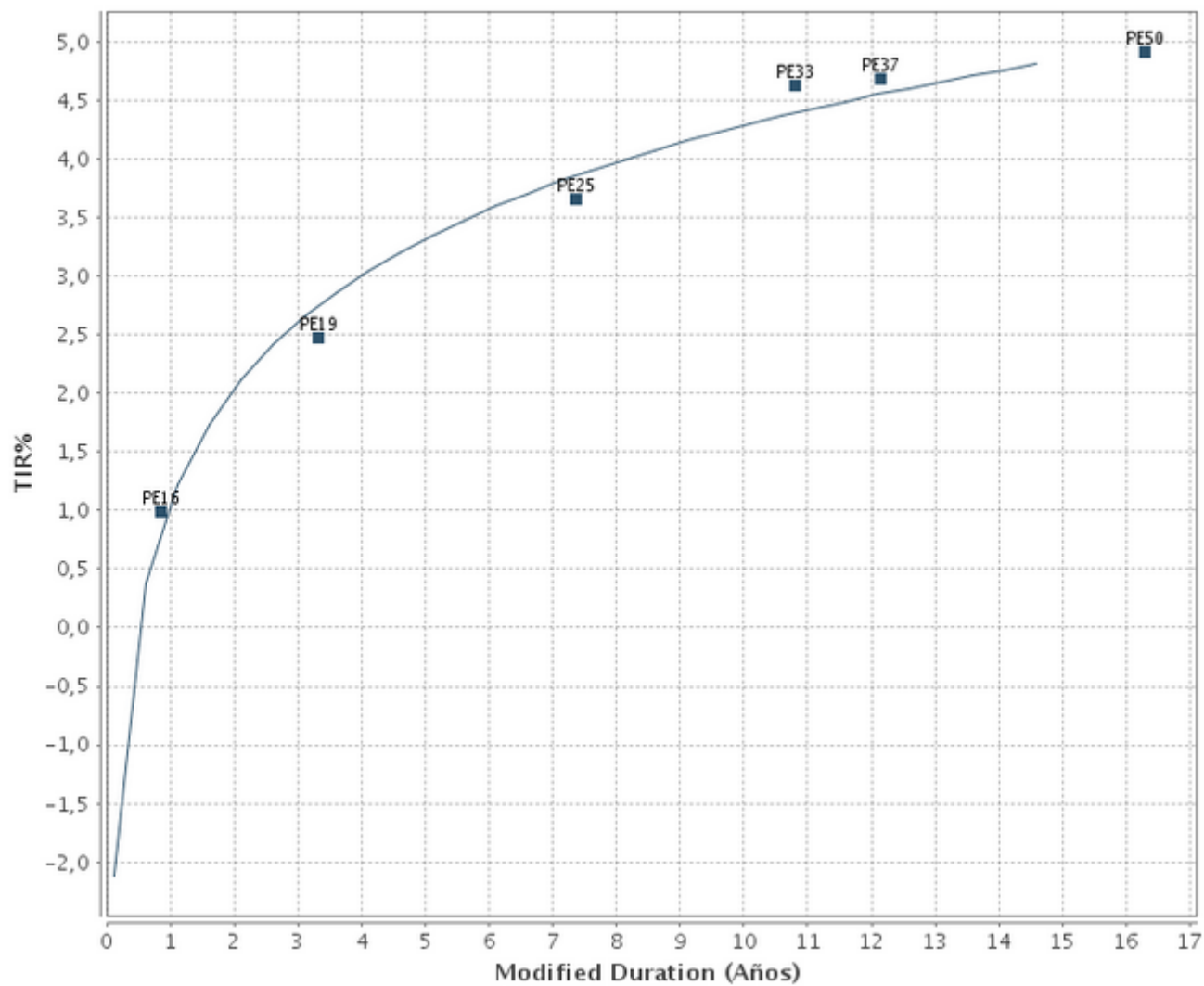
Mapa de riesgo político: Europa



Fuente: Elaboración propia en base a Marsh.

8.2 Curva de rendimientos

Curva de rendimientos: Perú



Fuente: Elaboración propia en base a Puente.

Curva de rendimientos: Argentina



Fuente: Elaboración propia en base a Investing.com.

Curva de rendimientos: Brasil



Fuente: Elaboración propia en base a Investing.com.

Curva de rendimientos: México



Fuente: Elaboración propia en base a Investing.com.

Curva de rendimientos: Chile



Fuente: Elaboración propia en base a Investing.com.

8.3 Calificaciones de riesgo: ratings Argentina

Fitch

Moneda Extranjera		Moneda Local		Moneda Extranjera	
Fecha	Calif. (Perspectiva)	Fecha	Calif.	Fecha	Calif.
2014-07-31	RD	2014-07-31	CCC	2014-07-31	RD
2014-05-16	CC	2014-05-16	B-	2014-05-16	C
2014-02-14	BB- (Estable)	2014-02-14	BB-	2014-02-14	B
2014-01-21	CC	2014-01-21	B-	2014-01-21	C
2013-11-22	CC	2013-11-22	B-	2013-11-22	C
2013-09-25	BB- (Estable)	2013-09-25	BB-	2013-09-25	B
2012-11-27	CC	2012-11-27	B-	2012-11-27	C
2012-10-30	(Negativa)	2012-10-30	B	2012-10-30	B
2012-05-08	B (Estable)	2012-05-08	B	2012-05-08	B
2011-09-01	BB- (Estable)	2011-09-01	BB-	2011-09-01	B
2011-07-22	B (Estable)	2011-07-22	B	2011-07-22	B
2010-07-12	B (Estable)	2010-07-12	B	2010-07-12	B
2009-08-13	BB- (Estable)	2009-08-13	BB-	2009-08-13	B
2008-12-18	RD	2008-12-18	B-	2008-12-18	B
2008-07-03	BB (Estable)	2008-07-03	BB	2008-07-03	B
2007-05-01	BB- (Positiva)	2007-05-01	BB-	2007-05-01	B
2006-08-01	RD	2006-08-01	B	2006-08-01	B
2006-05-24	BB- (Estable)	2006-05-24	BB-	2006-05-24	B
2005-12-14	RD	2005-12-14	B-	2005-12-14	B
2005-06-03	DDD	2005-06-03	B-	2005-06-03	B
2005-01-14	D	2005-01-14	B-	2005-01-14	D
2004-06-17	DDD	2004-06-17	B-	2004-06-17	D
2004-04-26	DDD	2004-04-26	B-	2004-04-26	C
2002-01-04	DDD	2002-01-04	C	2002-01-04	C
2001-12-03	DDD	2001-12-03	DDD	2001-12-03	D

Fuente: Elaboración propia en base a Fitch.

Moody's

	04-JULY-14	11-JULY-14	18-JULY-14	25-JULY-14	01-AUGUST-14	YEAR AGO	12 MO CHANGE
Argentina (61720)							
Sovereign EDF (1-Year)	5.70%	2.71%	4.99%	5.25%	--	10.07%	--
CDS Implied-Rating	--	C	C	C	--	C	--
Bond Implied-Rating	--	--	--	--	--	--	--
Senior Rating	--	Caa1	Caa1	Caa1	Caa1	B3	-1

Fuente: Elaboración propia en base a Moody's.

Evolución del riesgo país: Grecia

Prima de riesgo frente a los bonos Alemanes a 10 años.



Fuente: Elaboración propia en base a datosmacro.com.