

UNIÓN MONETARIA EUROPEA Y PERCEPCIÓN DEL RIESGO PAÍS: LOS CASOS DE PORTUGAL Y ESPAÑA*

Arturo Rodríguez Castellanos

Juan Carlos Ayala Calvo

Txomin Iturralde Jainaga

Universidades del País Vasco y de La Rioja

La Unión Monetaria Europea (UME) se presenta como un desafío en múltiples aspectos para los estados integrantes de la misma, especialmente aquellos, como Portugal y España, cuyas estructuras económicas han sido tradicionalmente consideradas como "débiles". En este trabajo nos centramos en un aspecto concreto: las posibles repercusiones que sobre la percepción del riesgo país de estos dos estados, por parte de los mercados financieros internacionales, tendrá el proceso de consolidación de la UME. Para dilucidar este asunto nos auxiliamos con ciertos instrumentos estadísticos.

UEM is presented as a challenge for members, especially Portugal and Spain which economic structures has been traditionally considered "weak". This paper focuses on the posible repercussions on country risk perception. We make use of some statistic instruments.

PALABRAS CLAVE: Unión Monetaria Europea, riesgo país, índices de riesgo país, rating soberano.

KEY WORDS: European Monetary Union, country risk, country risk index, sovereign rating

1. INTRODUCCIÓN.

El espectacular aumento de las oportunidades de inversión internacionales al que hemos asistido en los últimos tiempos, y la necesidad de valorar la capacidad de los prestatarios para cumplir con sus obligaciones, en los términos y plazos establecidos, han convertido el análisis del riesgo país en uno de los temas de interés para la comunidad financiera internacional.

Haciéndonos eco de esta preocupación, y siendo conscientes de la trascendencia de las páginas en la historia de Europa que se están escribiendo en los últimos años, hemos querido aportar en este trabajo algunas reflexiones sobre cómo puede afectar el proceso de consolidación de la Unión Monetaria Europea (UME) al riesgo país de sus estados miembros, o más bien a la percepción de dicho riesgo por parte de la comunidad financiera internacional. Nos centraremos en los "países ibéricos", Portugal y España, cuyas estructuras económicas han sido tradicionalmente consideradas como "débiles", y que, por ello, puede suponerles un mayor desafío la integración en un área monetaria con compromisos firmes de estabilidad y equilibrios macroeconómicos.

Así, en el segundo apartado se define el riesgo país, se presentan los factores que pueden influir sobre el mismo, y se indican los métodos existentes para su evaluación. En el siguiente apartado se inicia el planteamiento de las repercusiones que, sobre la percepción de este riesgo para los estados miembros de la UME, en especial los dos ibéricos, tendrá el proceso de consolidación de la misma.

Para ayudar a responder a las cuestiones planteadas, en los siguientes apartados se realizan algunos estudios empíricos. Así, en el cuarto se presenta un análisis cluster de los países europeos, realizado en base a los componentes del índice de riesgo país elaborado por la revista *Euromoney*. En el siguiente se realiza un examen de la evolución, para Portugal y España en comparación con el resto de la UME, tanto del propio índice de *Euromoney* como de la clasificación según el mismo; también se examina la evolución de los ratings soberanos de ambos países. A continuación, se examina para cada uno de estos países su evolución según el valor del índice de *Euromoney* y de otros índices simplificados.

* Este trabajo ha sido financiado parcialmente por la Universidad de la Rioja, a través del proyecto SIGE-C60102, 1998.

En el séptimo apartado se presentan las conclusiones obtenidas, y por último se incluyen las referencias bibliográficas.

2. EL RIESGO PAÍS: CONCEPTO, FACTORES DE INFLUENCIA Y FORMAS DE EVALUACIÓN.

En un sentido estricto, “riesgo país” (*country risk*)¹¹⁴ es el que se asume por el hecho de suscribir o adquirir títulos de renta fija o variable emitidos por entidades de un país extranjero, o por conceder préstamos o créditos a residentes de dicho país. Se refiere a la posibilidad de que, globalmente respecto de ese país, el cobro de los dividendos, intereses y/o el principal de la deuda se retrase o no sea posible.

En este trabajo nos vamos a referir al riesgo país en este sentido¹¹⁵. Se suele considerar que depende de dos factores:

- Estabilidad político-social del país;
- Capacidad del país para generar divisas en el futuro.

A su vez, podemos descomponerlo en dos tipos diferentes:

- “Riesgo soberano” (*sovereign risk*): aparece cuando el deudor o garante de la deuda es el Estado, que puede negarse al pago por razones de soberanía.

- “Riesgo de transferencia”: cuando el deudor o participado es una entidad privada, que puede tener dificultades o imposibilidad de acceder a las divisas necesarias para realizar los pagos a que está obligada.

Aunque estrechamente relacionados, los factores que inciden sobre uno y otro tipo de riesgo son ligeramente diferentes. Así, tanto la decisión, poco frecuente, de repudiar la deuda externa, como la de - más probablemente- suspender temporalmente los pagos de la misma de cara a su renegociación, son fundamentalmente políticas; sin embargo, sus antecedentes casi con seguridad radicarán en las dificultades económicas del país. Por su parte, los problemas que puedan tener las entidades privadas de un país para obtener las divisas correspondientes al servicio de su deuda externa, así como para transferirlas al exterior, se encuadran dentro de lo que se puede denominar “riesgo administrativo”, y sus causas residirán muy posiblemente en desequilibrios de la balanza de pagos.

En consecuencia, podemos decir que los factores de influencia sobre el riesgo país son de dos tipos:

- Sociopolíticos,
- Económicos, referidos al desempeño económico global del país, y en especial de su balanza de pagos, destacando lo relacionado con el volumen total de deuda externa y el servicio de la misma.

En cuanto a los primeros, podemos considerar, en general, todos aquellos que pueden hacer peligrar la estabilidad sociopolítica del país, tanto interna como externa¹¹⁶.

Respecto de los factores de tipo económico, la capacidad futura de un país para generar suficientes divisas que le permitan hacer frente al servicio de sus compromisos externos depende de su situación actual, de los cambios en las condiciones económicas internas y externas, de la flexibilidad de su estructura económica y de las políticas que se adopten ante dichos cambios.

Puesto que los cambios futuros en las condiciones económicas son raramente predecibles, creemos que un buen análisis del riesgo país debe contener el estudio de aquellos factores que nos

¹¹⁴ El término “riesgo país” es reciente, pero la idea que expresa tiene bastante antigüedad. Así, Francisco García, en su *Tratado utilísimo y general de todos los contratos* (Valencia, 1583) indica que una de las causas de la mayor o menor “estima” del dinero es “por estar la moneda en un lugar sujeta a peligro, y en otro muy libre de aquél”; ver Grice-Hutchinson (1995), p. 246.

¹¹⁵ En algunos trabajos sobre finanzas internacionales, como por ejemplo Madura (1992), Solberg (1992) y Lessard (1993) se encuentra un concepto más amplio de “riesgo país”, definido en tal caso como el riesgo que aparece cuando se opera en o con un determinado país -incluso simplemente exportando y/o importando-, debido a posibles consecuencias negativas, sobre el valor de los activos situados en ese país o los derechos sobre residentes en el mismo, resultantes de alteraciones en las estructuras políticas, económicas y sociales del país en cuestión. Sobre la relación entre los conceptos “amplio” y “restringido” de riesgo país, ver Rodríguez Castellanos (1997).

¹¹⁶ Para más detalles sobre estos factores, ver Rodríguez Castellanos (1997).

ayuden a comprender mejor: (a) la situación actual del país; (b) cómo se adaptará éste a los posibles cambios y (c) hasta qué punto (a) y (b) afectarán a su capacidad de pago¹¹⁷.

En nuestra opinión, dichos factores podrían agruparse en torno a tres grandes bloques: los referidos a elementos estructurales, los relativos a los instrumentos de política económica y los que atañen a la deuda externa.

En cuanto a los factores estructurales, referidos tanto a la economía doméstica como a la balanza de pagos, los elementos específicos más importantes a considerar son:

Nivel de renta per cápita y su distribución.

Crecimiento del PIB; tanto en términos absolutos como relativos, y su proyección futura.

Componentes del PIB y sus tasas de variación.

Estructura de costes del país, determinante fundamental de su capacidad para competir en los mercados mundiales.

Grado de solidez y desarrollo del sistema financiero: bancos, mercados bursátiles, etc.

Grado de flexibilidad de la balanza de pagos, tanto para adecuarse a los cambios económicos internos o externos, como en relación a las posibilidades que ofrece al gobierno para realizar ajustes ante los posibles desequilibrios de la misma: estructura de las importaciones, volatilidad y previsión de crecimiento de las exportaciones, saldos o componentes de las diferentes subbalanzas (en especial la balanza por cuenta corriente¹¹⁸), nivel de reservas exteriores, etc.

Por lo que respecta a la política económica, los instrumentos básicos disponibles son la política fiscal, la política monetaria y la política de tipo de cambio. A este respecto, los elementos básicos pueden ser:

Déficit fiscal: volumen, causas, tasa a la cual está creciendo y cómo se está financiando.

Utilización de la política monetaria: evolución de los agregados monetarios, monetización del déficit fiscal, control de la inflación y evolución de los tipos de interés, etc.

Régimen de tipos de cambio.

Evolución del tipo de cambio y valor real de éste.

Hemos de tener en cuenta, además, el importe de la deuda externa del país y la corriente de flujos necesaria para el servicio de la misma.

El tamaño absoluto de la deuda externa, en sí mismo, tiene poca importancia a no ser que sea juzgado en relación a otras variables. Esto es, cada país podrá mantener diferente nivel de deuda externa, en función del tamaño de su economía y el nivel de las divisas recibidas. Los elementos más importantes a tener en cuenta con respecto a esta variable son:

- Tasa de variación de la deuda y de su servicio.

- Composición de la misma: plazos, *t/i* fijo o flotante, etc.

- Ratios relacionados, en especial: Servicio de la Deuda Externa, Deuda Externa/Divisas Recibidas, Deuda Externa/PIB y el ratio Reservas /Importaciones.

Identificados los diferentes factores que pueden influir en el riesgo país, sería deseable estimar, para cada país concreto, la importancia relativa que cada uno de ellos tiene, así como en relación con otros países, al fin de poder emitir una opinión sobre dicho riesgo. En otras palabras, necesitamos herramientas que evalúen el riesgo país, de manera que pueda ser fácilmente entendido por los decisores, y que permitan compararlo con el “riesgo país” de otros países.

Dichas herramientas pueden clasificarse en cuatro grupos:

1.- Índices de Riesgo País: son una suma ponderada de una serie de variables observacionales¹¹⁹ y/o subjetivas. Las primeras se refieren a datos históricos y pretenden medir el comportamiento del país en el pasado reciente. Las segundas representan juicios o predicciones sobre su potencialidad futura para generar las divisas necesarias que le permitan mantener su capacidad de

¹¹⁷ Un análisis exhaustivo de los factores económicos que afectan al riesgo país requeriría un estudio de dimensiones y carácter diferentes al nuestro, cuya principal pretensión, en este punto, es mostrar hacia dónde debemos mirar para detectar las claves económicas del dicho riesgo.

¹¹⁸ Suele considerarse una pieza clave en el análisis del riesgo país. Proporciona un resumen de las transacciones totales de un país con el resto del mundo en bienes y servicios (incluidas las transferencias unilaterales). Nos indica, además, la tasa a la cual un país está acumulando deuda externa (déficits) o superávits.

¹¹⁹ Por variables “observacionales” entenderemos aquéllas cuyos valores pueden ser obtenidos a partir de informaciones de tipo estadístico publicadas por las instituciones correspondientes.

pago. La mayoría de los índices de riesgo país son mixtos¹²⁰, aunque existen también índices puramente observacionales o puramente subjetivos.

2.- Técnicas Estadísticas: han sido utilizadas para dilucidar cuáles son las variables más indicativas de futuros problemas en el servicio de la deuda externa de un país: repudio, renegociación, controles de cambios y de importaciones, créditos de emergencia, etc. Las más utilizadas han sido los análisis discriminante, *logit* y de componentes principales. El principal defecto estas técnicas es su escasa capacidad predictiva. Seguramente por ello, y a pesar de su aparente carácter “científico” y “objetivo”, ninguna entidad financiera internacional las emplea como única guía de sus decisiones.

3.- Rating País: también denominado en ocasiones “rating soberano”, indica la calificación de los títulos de deuda soberana -deuda externa pública en divisas- de un país. Esta calificación constituye el límite superior que puede alcanzar cualquier emisión de deuda externa realizada por cualquier entidad del mismo, y, en ese sentido, representa una medida aceptable de percepción del riesgo país¹²¹. Son concedidas a emisiones concretas de deuda soberana por agencias privadas de calificación, de las cuales las más destacadas a nivel internacional son las estadounidenses Moody's y Standard & Poor's, y la británica FitchIBCA.

4.- Técnicas Mixtas: recientemente algunos autores han adoptado estrategias “mixtas” para la evaluación del riesgo país, consistentes en aplicar técnicas estadísticas, generalmente multivariantes, para el análisis de las clasificaciones establecidas por los índices y por el rating país. Así, Cantor y Packer (1996) utilizan técnicas estadísticas al objeto de dilucidar las variables que determinan la calificación de los diferentes países según los *ratings* de *Moody's* y *Standard & Poor's*. Por su parte, Ayala, Iturralde y Rodríguez (1997, 1998a, 1998b) emplean diversas técnicas univariantes y multivariantes para construir índices simplificados que, combinando únicamente cuatro variables de las nueve integradas en el índice de *Euromoney*, reproducen con una fidelidad muy aceptable la ordenación de los países europeos presentada por éste¹²².

3. UNIÓN MONETARIA EUROPEA Y RIESGO PAÍS: LOS CASOS DE PORTUGAL Y ESPAÑA.

Tras concretar el concepto de riesgo país, y habiendo examinado tanto los factores que le afectan como las formas de evaluarlo, podemos plantearnos en qué medida la constitución de la UME afectará al riesgo país de los estados que la integran, y en especial a Portugal y España. En este apartado realizaremos algunas consideraciones generales al respecto, para en los siguientes presentar los resultados de diversos análisis empíricos que puedan permitirnos perfilar nuestra posición.

En principio, si la UME llega a ser, como se pretende, un área de baja inflación, equilibrios presupuestarios, bajos tipos de interés y crecimiento sostenido, con oscilaciones cíclicas sincronizadas, el efecto sobre el riesgo país de los estados miembros debe ser positivo, ya que los anteriores elementos son factores valorados positivamente en las estimaciones de dicha magnitud. Por otra parte, la estabilidad de la “zona euro”, y la de la propia moneda europea, pueden atraer demanda de inversión¹²³, estableciéndose un “círculo virtuoso” favorable.

Ahora bien, podemos planearnos cuánto tiempo tardará la UME en llegar a esos niveles de estabilidad. Debe tenerse en cuenta que sus estados miembros mantienen todavía ciertas diferencias significativas en algunas variables económicas, como el nivel de deuda pública o el volumen de déficit presupuestario.

Como tendremos ocasión de comprobar más adelante, en la etapa preparatoria de la UME se ha venido produciendo un fenómeno doble: por una parte, una cierta disminución del riesgo país percibido por las agencias de calificación y las publicaciones internacionales para la zona en su

¹²⁰ Es el caso del índice publicado por la revista *Euromoney*, que consideraremos más adelante. Sobre las características del mismo, ver Ayala, Iturralde y Rodríguez (1997).

¹²¹ Sobre el *rating país*, ver Olivera Casaucau (1992).

¹²² Sobre estos índices simplificados trataremos más adelante.

¹²³ Sobre estos aspectos, ver Directorate General II, Economic and Financial Affairs (1997), pp. 6-8 y Petit (1997), p. 1.

totalidad, y por otra, dato más significativo, una aproximación de las calificaciones y evaluaciones de los países miembros de la misma.

Cabe preguntarse, sin embargo, si lo que parece una evolución hacia la convergencia en la calidad crediticia otorgada a los Estados Miembros de la Unión Europea, se mantendrá después de la etapa preparatoria.

La respuesta a este interrogante, en absoluto sencilla, podría apuntarse desde la reflexión sobre las implicaciones que el establecimiento de la UME tendrá sobre los factores de riesgo país presentados en el apartado anterior¹²⁴. Si tenemos en cuenta que:

a.- Entre los factores económicos más importantes que influyen en el riesgo país están las finanzas públicas, la efectividad de la política monetaria y la política cambiaria;

b.- Tres de los requisitos necesarios para acceder a la UME hacen referencia a finanzas públicas saneadas, baja inflación y tipos de interés reducidos;

c.- La política monetaria (dictada por el Banco Central Europeo) será única para todos los estados de la "Zona Euro";

d.- La política cambiaria será compartida por todos los países de la UME;

e.- No existe riesgo administrativo dentro de la Zona Euro, y

f.- Las condiciones sociopolíticas de los países de la UME no parecen preocupantes ni presentan síntomas de inestabilidad,

no parecería descabellado afirmar que muy probablemente continuará la tendencia a una disminución y mayor alineamiento del riesgo país entre los estados de la "zona euro".

Es de esperar que la UME refuerce la credibilidad de los objetivos de estabilidad de precios en los países con mayor tradición inflacionista, lo cual puede implicar reducción de los tipos de interés reales, que a su vez permitirá acelerar el crecimiento económico a medio plazo de forma más intensa en aquellos países que, como Portugal o España, han sufrido altos tipos de inflación y de interés, así como, consecuentemente, problemas con los tipos de cambio de sus monedas. Además, estos países podrían obtener beneficios adicionales a través de la mejora en la situación de las finanzas públicas y el mejor funcionamiento del sistema fiscal¹²⁵.

Únicamente la política presupuestaria, instrumento exclusivo del que dispondrán los gobiernos nacionales integrantes de la UME para contrarrestar las perturbaciones específicas de sus economías, podría resultar un elemento diferenciador del riesgo país entre dichos estados. Sin embargo, si el Pacto de Estabilidad y Crecimiento¹²⁶ funciona, éste será un factor más de convergencia.

Ahora bien, sería absurdo derivar de los anteriores razonamientos la identificación total del riesgo país de la "Zona Euro" con el de cada uno de sus estados integrantes. Seguirán existiendo diferencias sociopolíticas entre los países, sin olvidar sus desigualdades en cuanto a la deuda externa o la flexibilidad de sus balanzas de pagos, la heterogeneidad en sus estructuras de costes, etc.

Por tanto, los riesgos de los valores públicos emitidos en euros no van a ser idénticos. Además de en el riesgo país, subsistirán diferencias en otros tipos de riesgos¹²⁷. Ciertamente, existirán factores tendentes a reducir tales diferencias, pero no se puede excluir la posibilidad de que incluso aumenten: aquellos países europeos con menor participación en el mercado de deuda pública pueden perder atractivo al perder la denominación específica en su moneda, lo cual mermará la liquidez de su mercado; este efecto puede acrecentarse incluso, si, como parece probable, desaparecen las normativas que actualmente obligan a los inversores institucionales a mantener un determinado porcentaje de sus carteras en deuda pública de su propio país¹²⁸.

¹²⁴ Ver a este respecto Ayala Calvo (1998) y Rodríguez Castellanos (1998).

¹²⁵ La reducción del tipo de interés real se traducirá en una disminución en el coste del servicio de la deuda pública. Por otra parte, el descenso de la inflación supondrá, previsiblemente, una atenuación de las distorsiones fiscales sobre la composición del ahorro, el nivel y composición de la inversión productiva y las decisiones de financiación empresarial.

¹²⁶ En el convencimiento de que unas finanzas públicas saneadas son "cruciales para preservar las condiciones económicas estables en los Estados Miembros y en la Comunidad, (y) condición esencial para un crecimiento sostenible y no inflacionista y para un alto nivel de empleo", fue ratificado por el Consejo Europeo reunido en Dublín. Según este acuerdo, cada estado miembro se compromete a conseguir a medio plazo una situación presupuestaria cercana al equilibrio, de forma que el déficit se mantenga siempre por debajo del 3% del PIB.

¹²⁷ Ver a este respecto Petit (1997), p. 2, García y Pizarro (1997, 1998a) y Alcaide (1998).

¹²⁸ Ver García y Pizarro (1998b).

En consecuencia, podemos afirmar que, *a priori*, la Unión Monetaria Europea puede tener efectos contradictorios sobre el riesgo país de estados como Portugal y España, con estructuras económicas relativamente “débiles”: por una parte, la -previsible- estabilidad general de la zona puede favorecer más a estos países, por otra, su menor cuota en el futuro mercado de deuda pública de la “zona euro” puede hacerles perder liquidez, con efectos negativos sobre su propio riesgo país. El efecto conjunto es difícil de pronosticar; por ello, en los apartados siguientes se realizan diversos análisis empíricos, al objeto de arrojar mayor luz sobre esta cuestión.

4. EL RIESGO PAÍS EN EUROPA: UN ANÁLISIS CLUSTER.

En primer lugar, realizaremos un análisis cluster de los países europeos, para dilucidar en qué grupo concreto se encuentran los que son objeto de este estudio. Los datos sobre los que hemos realizado el análisis son los valores semestrales para cada una de las nueve variables que componen el índice de riesgo país elaborado por *Euromoney* para 41 países europeos, en el periodo comprendido entre septiembre de 1992 y septiembre de 1998. Cada país en un semestre concreto representa un individuo diferente; por consiguiente, trabajamos con una matriz de 533 individuos (41 países x 13 semestres¹²⁹).

Los países considerados son todos los europeos que figuran en la relación de *Euromoney*, a excepción de Bosnia-Herzegovina y Yugoslavia, que han quedado excluidos por no disponer de datos sobre ellos en todos los semestres que abarca el estudio. Con respecto a las variables utilizadas para formar el índice de riesgo país, a partir de este momento las designaremos con las siglas:

RP = Indicador de riesgo político.

DE = Desempeño económico.

CR = Ratings de crédito.

APB = Acceso al préstamo bancario.

ACP = Acceso a la financiación a corto plazo.

AMC = Acceso al mercado de capitales.

FD = Acceso y descuento en el *forfaiting*.

RPD = Deuda impagada y/o renegociada.

ID = Indicador sintético de deuda.

Cada una de estas variables puede tomar, originalmente, un valor comprendido entre cero y diez. Posteriormente, y antes de introducir sus valores en el índice, son ponderados en función de su peso relativo en aquél¹³⁰. Debido a que cada variable tiene un peso diferente, hemos procedido a “normalizarlas”, dividiendo el valor que cada una presenta en el índice de cada país por su peso relativo; así, las variables, en cada país/periodo, presentan valores comprendidos entre cero y uno.

Una vez obtenida y preparada la muestra, hemos procedido a realizar el análisis cluster de individuos, empleando el método de jerarquización en forma aglomerativa y utilizando la distancia euclídea. La clasificación de los individuos en diferentes grupos ha quedado resumida en el gráfico 1.

En él, cada país ha sido asignado a un grupo específico si el análisis lo clasificó en ese grupo en más de nueve ocasiones (semestres). Para diferenciar los países que durante todo el periodo han presentado las características propias de un grupo específico, de aquellos que muestran discrepancias en algún semestre, para estos últimos al lado de su nombre se ha incluido entre paréntesis el número de periodos en que mostraban las características de su grupo. Las flechas indican las tendencias hacia cambios de grupo en el tiempo. Los países situados en los espacios de convergencia entre dos grupos diferentes son aquéllos que han mostrado características similares a cada uno de ambos grupos en cuatro o más periodos.

La observación del gráfico y el estudio de los resultados del análisis cluster nos sugieren las siguientes consideraciones:

A.- Parece que pueden señalarse, dentro de Europa, tres categorías de países.

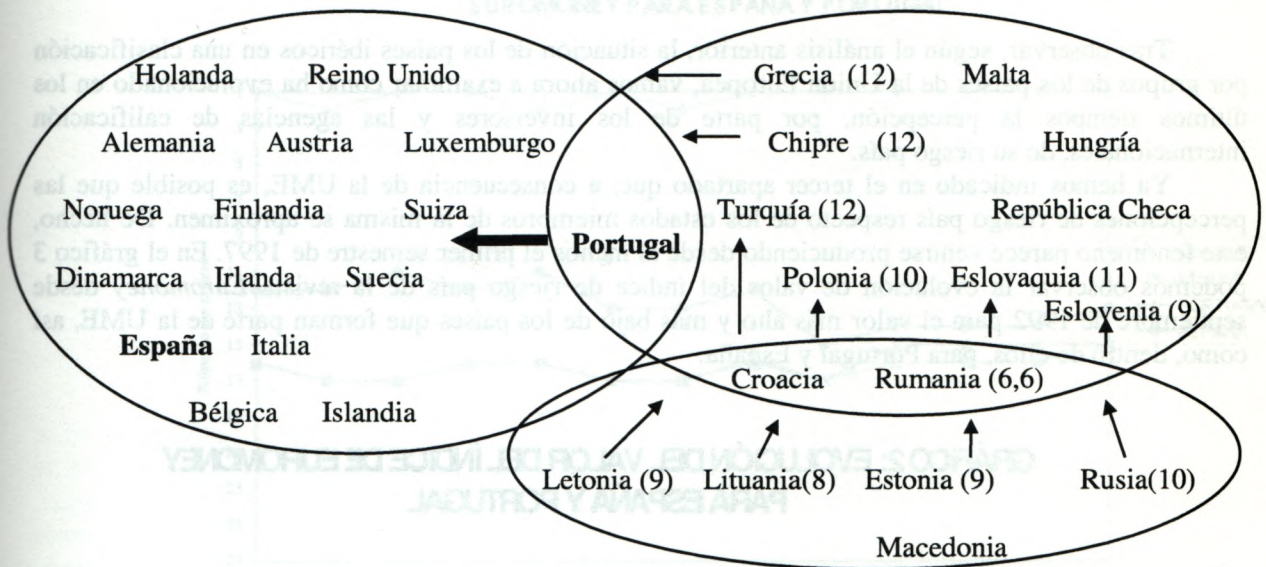
B.- Los del primer grupo presentan las siguientes características comunes:

¹²⁹ En diciembre de 1997, la revista *Euromoney* publicó, con carácter excepcional, una revisión de la valoración realizada en septiembre del mismo año, siendo el siguiente informe publicado el correspondiente a septiembre de 1998. Para no romper la homogeneidad de la serie, la revisión de 1997 se ha equiparado a marzo de 1998.

¹³⁰ Sobre los pesos relativos de cada variable y su evolución en el tiempo, ver Ayala, Iturralde y Rodríguez (1997).

- 1.- Escaso o nulo riesgo político.
- 2.- La variable "Desempeño económico" toma, habitualmente, valores altos.
- 3.- No tienen prácticamente problemas para acceder a los mercados financieros.
- 4.- Su capacidad de generar divisas suficientes para hacer frente al servicio de la deuda externa, ("Indicador sintético de deuda"), es muy buena o "bastante buena".
- 5.- El indicador de "Deuda impagada y/o renegociada" presenta su valor máximo.

GRÁFICO 1: RESULTADOS DEL ANÁLISIS CLUSTER DE PAÍSES EUROPEOS SEGÚN LAS VARIABLES DEL ÍNDICE DE EUROMONEY



6.- En conclusión, son países que se han labrado una sólida reputación internacional respecto al cumplimiento de sus compromisos con la deuda externa.

C.- Portugal aparece a caballo entre los dos primeros grupos. Aunque en septiembre de 1993, y durante los años 1995 y 1996, se encuentra situado en el segundo bloque, en el resto de los periodos que abarca el estudio comparte las características del grupo de cabeza.

D.- Salvo Noruega, Islandia y Suiza, todos los países del primer grupo forman parte de la Unión Europea. El único país perteneciente a ésta -teniendo en cuenta la consideración precedente sobre Portugal- que no se halla dentro de esta primera agrupación es Grecia (que pertenece al segundo grupo de países).

E.- Respecto del segundo grupo, parecen presentar comportamientos similares respecto de las siguientes variables definitorias del riesgo país:

- 1.- Tanto la variable "Desempeño económico" como el "Índice de riesgo político" suelen situarse, en términos relativos, en un nivel ligeramente superior a su valor medio.
- 2.- El "Indicador sintético de deuda" toma valores muy próximos a diez (su valor máximo).
- 3.- En general, no poseen deudas externas impagadas o en proceso de renegociación.
- 4.- Las calificaciones de su deuda soberana, en caso de disponer de ellas, suelen ser bajas.
- 5.- En general, su presencia en y las dificultades de acceso a los mercados financieros son intermedias, encontrando los mayores obstáculos en el acceso a la financiación bancaria.
- 6.- En resumen, son países para los que los indicadores objetivos parecen mostrar la no existencia de grandes dificultades en el cumplimiento de sus obligaciones respecto de la deuda externa, apreciación que es corregida a la baja tanto por los expertos como por los mercados financieros.

F.- Grecia y Chipre presentan características similares a las del primer grupo de países en el segundo semestre de 1998.

G.- Los rasgos característicos del riesgo país de los estados que han quedado incluidos en el tercer grupo son:

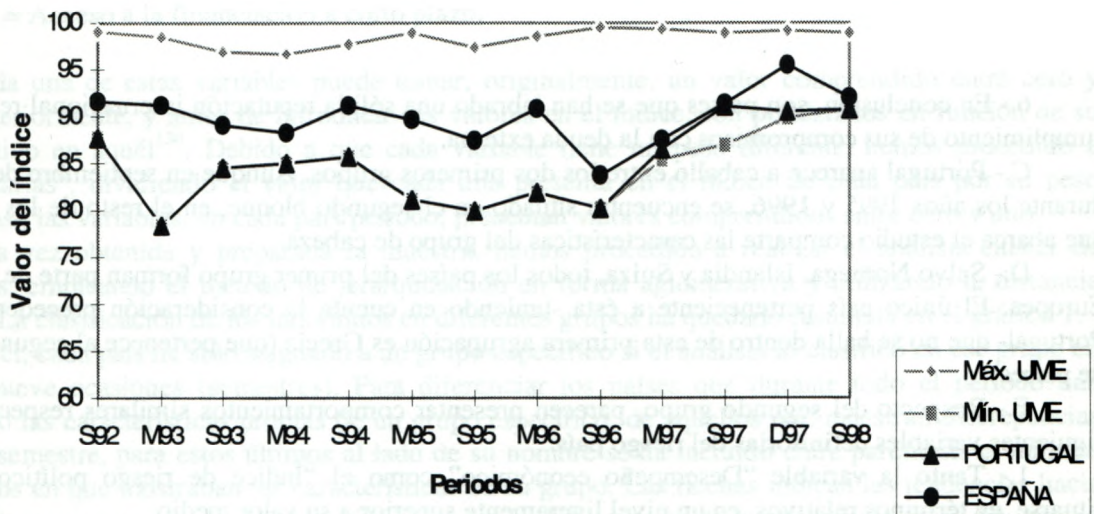
- 1.- Elevado Riesgo Político.
- 2.- Muy mal comportamiento de su "Desempeño económico".
- 3.- Muy baja reputación en los mercados financieros internacionales, lo que hace que su presencia en estos sea prácticamente nula.

5. PERCEPCIÓN DEL RIESGO PAÍS EN LOS CASOS DE PORTUGAL Y ESPAÑA: EL ÍNDICE DE EUROMONEY Y LOS RATING PAÍS.

Tras observar, según el análisis anterior, la situación de los países ibéricos en una clasificación por grupos de los países de la Unión Europea, vamos ahora a examinar cómo ha evolucionado en los últimos tiempos la percepción, por parte de los inversores y las agencias de calificación internacionales, de su riesgo país.

Ya hemos indicado en el tercer apartado que, a consecuencia de la UME, es posible que las percepciones de riesgo país respecto de los estados miembros de la misma se aproximen. De hecho, este fenómeno parece venir produciendo desde al menos el primer semestre de 1997. En el gráfico 3 podemos observar la evolución de valor del índice de riesgo país de la revista *Euromoney* desde septiembre de 1992 para el valor más alto y más bajo de los países que forman parte de la UME, así como, dentro de ellos, para Portugal y España.

GRÁFICO 2: EVOLUCIÓN DEL VALOR DEL ÍNDICE DE EUROMONEY PARA ESPAÑA Y PORTUGAL



Según puede observarse en dicho gráfico, desde marzo de 1997 se nota un estrechamiento de la banda de valores del índice para los países que forman la UME; además, dicho estrechamiento se debe fundamentalmente al incremento en el valor del índice para aquellos países que tradicionalmente presentaban un valor más bajo.

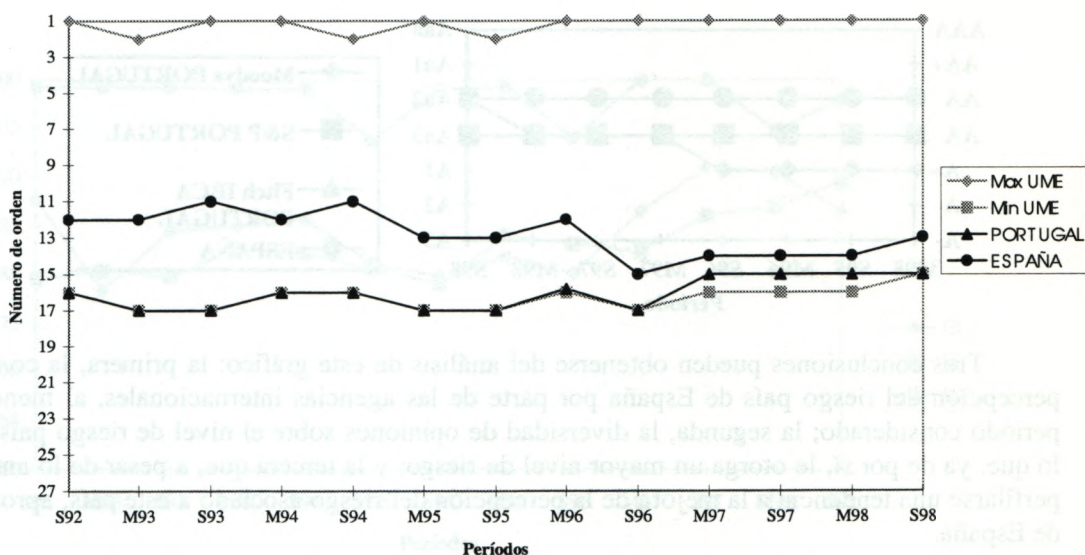
Pasando a los casos de Portugal y España, vemos que el primer país, hasta marzo de 1997, presentó, entre los estados miembros de la UME, el menor valor del índice. A partir de esa fecha, experimentó un fuerte incremento, de forma que dejó de ser el país menos valorado¹³¹, llegando en septiembre de 1997 a alcanzar el mismo valor que España. Posteriormente ha sufrido una ligera reducción, y en septiembre de 1998 vuelve a ser el país con menor valor del índice dentro de la UME.

¹³¹ Fue sustituido por Italia.

En cuanto a España, ha ocupado generalmente una posición “intermedia”; también a partir de marzo de 1997 experimentó un fuerte incremento en el valor del índice; ese incremento perduró hasta diciembre de 1997; a partir de entonces, ha tenido una cierta caída, hasta situarse en septiembre de 1998 muy cerca del valor del índice para Portugal.

Esta evolución queda en parte corroborada por el gráfico 3, que se basa también en el índice de *Euromoney*, pero, en lugar de representar los valores según el mismo, expresa el número de orden ocupado por cada país. También se indican los puestos ocupados por los países de la UME mejor y peor situados.

GRÁFICO 3: EVOLUCIÓN DE LOS NÚMEROS DE ORDEN SEGÚN EL ÍNDICE DE EUROMONEY PARA ESPAÑA Y PORTUGAL



El estrechamiento mostrado por la banda de valores del índice no es en este caso tan evidente, aunque sí se nota, por un lado, que a partir de marzo de 1996 siempre está situado en el primer puesto un país de la UME, y por otro que a partir de marzo de 1997 el país peor situado asciende algún puesto. También puede observarse que, a partir de la misma fecha y hasta septiembre de 1998, Portugal deja de ser el país peor situado. Por otra parte, a partir de septiembre de 1996, España cede algún puesto, colocándose más cerca de Portugal en la clasificación, ascendiendo algo en septiembre de 1998.

Resulta interesante comparar esta evolución con la experimentada por las calificaciones de riesgo o *ratings* emitidos por las principales agencias internaciones de calificación respecto de las emisiones de deuda externa a largo plazo, denominada en divisas, realizadas por entidades públicas de estos países, esto es, los “ratings país”.

En el gráfico 4 aparece la evolución de las calificaciones, para Portugal y España, en los meses de marzo y septiembre, desde 1995 hasta 1998, emitidas por las tres agencias internacionales más importantes: FitchIBCA, Standard & Poor’s y Moody’s¹³². Debe tenerse en cuenta que dichas calificaciones son de tipo cualitativo, esto es, a cada país no se le asigna un número, sino una combinación de letras y signos¹³³, o de letras y números¹³⁴.

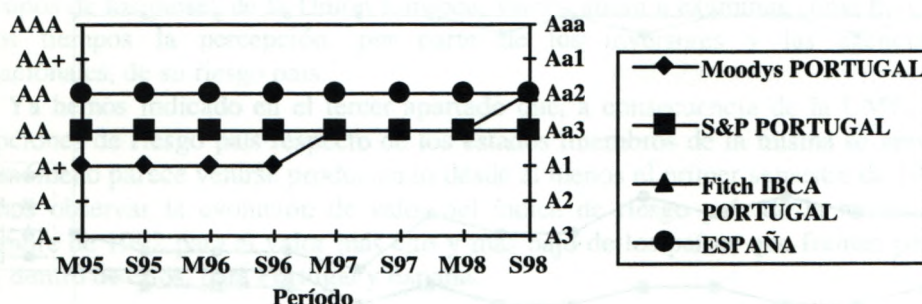
¹³² Tomados de FitchIBCA (1995-1998).

¹³³ Para el caso de FitchIBCA y Standard & Poor’s, hasta tres letras, desde AAA hasta D, matizándose cada nivel, a partir de la calificación máxima, con los signos +, - o ausencia de signo.

¹³⁴ En el caso de Moody’s, desde Aaa hasta D, matizándose cada nivel, a partir de la calificación máxima, con los números 1, 2 y 3.

Puede observarse que, mientras en el caso de España las opiniones de las tres agencias son prácticamente coincidentes, pues tanto FitchIBCA como Standard & Poor's la califican a lo largo de todo el intervalo temporal como AA, y Moody's le otorga el nivel Aa2, equivalente al anterior, para Portugal las opiniones son divergentes: Standard & Poor's mantiene continuamente el nivel AA-, FitchIBCA sigue esa misma calificación hasta septiembre de 1998, en que la eleva a AA, mientras que, según Moody's este país pasa, de mantener al nivel A3 (equivalente al A+ de las otras agencias) hasta septiembre de 1996, a ascender hasta Aa1 (equivalente a AA-) manteniéndose en el mismo hasta septiembre de 1998, en que pasa a Aa2, igualando también en este caso la calificación de España.

GRÁFICO 4: EVOLUCIÓN DEL VALOR DE RATINGS PARA ESPAÑA Y PORTUGAL



Tres conclusiones pueden obtenerse del análisis de este gráfico: la primera, la constancia en la percepción del riesgo país de España por parte de las agencias internacionales, al menos durante el periodo considerado; la segunda, la diversidad de opiniones sobre el nivel de riesgo país de Portugal, lo que, ya de por sí, le otorga un mayor nivel de riesgo; y la tercera que, a pesar de lo anterior, parece perfilarse una tendencia a la mejora de la percepción del riesgo asociado a este país, aproximándolo al de España.

6. PERCEPCIÓN DEL RIESGO PAÍS EN LOS CASOS DE PORTUGAL Y ESPAÑA: ÍNDICES SIMPLIFICADOS.

Tras los análisis comparativos realizados en los apartados anteriores, en éste nos vamos a centrar más en cada uno de los países, y ello lo vamos a realizar estudiando la evolución que presentan en los valores de tres índices: el primero es el de la revista *Euromoney*, ya considerado en el gráfico 2; el segundo es un índice simplificado, obtenido a partir de cuatro variables del índice anterior que recogen la mayor cantidad posible de información sobre el mismo¹³⁵, al que denominaremos "Índice Simplificado" o "IS"; el tercero se ha construido también a partir de cuatro variables del índice de *Euromoney*, pero incluyendo únicamente las que tienen carácter "observacional", esto es, basadas en datos observables y no en impresiones subjetivas¹³⁶. A este último lo denominaremos "Índice Observacional" o "IO".

Observando en el gráfico 5 la evolución de tales índices para Portugal entre septiembre de 1992 y septiembre de 1998, se comprueba que el "Índice Simplificado", aunque evoluciona de forma semejante al de *Euromoney*, sus oscilaciones son más amortiguadas, y, en general, parece retrasarse con respecto a aquél; en consecuencia, presenta un comportamiento semejante a una "media móvil" del índice de *Euromoney*. Mientras que el "Índice Observacional" presenta siempre valores superiores a los otros dos, aunque a partir de marzo de 1996 parece aproximarse a ellos.

En el caso de España (gráfico 6), también se observa el carácter de "media móvil" del "Índice Simplificado"; asimismo, el "Índice Observacional" siempre alcanza valores superiores a los otros dos, salvo el significativo descenso en septiembre de 1996, inmediatamente recuperado. En cuanto a la

¹³⁵ Debe tenerse en cuenta que el índice de *Euromoney* consta de nueve variables.

¹³⁶ Sobre la forma de construir estos índices, ver Ayala, Iturralde y Rodríguez (1997, 1998a, 1998b).

aproximación de éste a los anteriores, no aparece tan clara como en el caso de Portugal; únicamente a partir de septiembre de 1997 resulta más evidente.

Como consecuencia del análisis de estos gráficos, podemos afirmar, por una parte, que en los dos países las variables “objetivas” de riesgo país parecen alcanzar valores más altos que los proporcionados por las impresiones “subjetivas” de los expertos, y por otra que, no obstante lo anterior, los datos objetivos y las percepciones subjetivas parecen ir aproximándose en los últimos tiempos.

GRÁFICO 5 : EVOLUCIÓN DEL VALOR DE LOS ÍNDICES PARA PORTUGAL

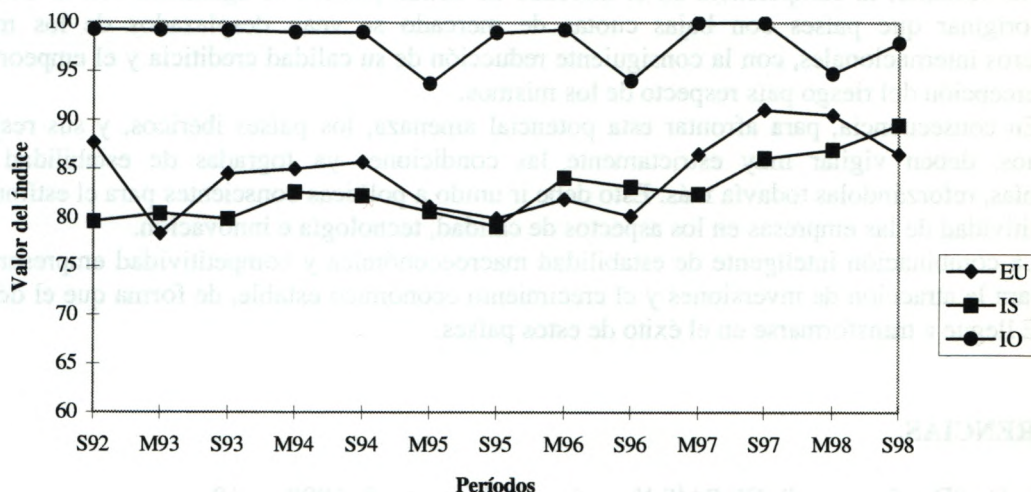
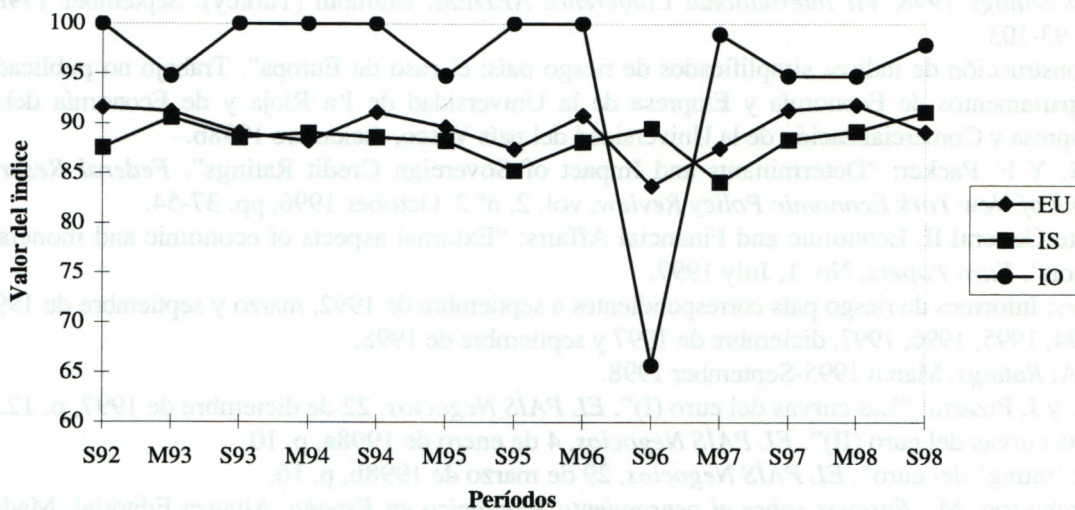


GRÁFICO 6: EVOLUCIÓN DEL VALOR DE LOS ÍNDICES PARA ESPAÑA



7. CONCLUSIONES.

La Unión Monetaria Europea va a representar un importante desafío para los estados miembros de la misma que tradicionalmente se han caracterizado por tener economías “débiles”. Tal es el caso de Portugal y España. Este trabajo se ha centrado únicamente en las repercusiones de la UME sobre la percepción, por parte de las agencias de calificación, publicaciones económicas, entidades financieras y mercados en general, acerca del riesgo país de estos dos estados.

En principio, tales repercusiones parecen ser favorables; de hecho, en la etapa preparatoria a la UME, se ha experimentado una mejora en la percepción del riesgo país, tanto según el índice de *Euromoney* y otros índices simplificados obtenidos del mismo, como en las calificaciones de riesgo soberano otorgadas por diversas agencias internacionales. Esta mejora resulta especialmente significativa en el caso de Portugal, que de una posición claramente inferior, en los últimos tiempos se ha llegado a igualar con España.

No obstante, la competencia en el mercado de deuda pública se agudizará con la UME. Esto puede originar que países con bajas cuotas de mercado se vean desplazados de los mercados financieros internacionales, con la consiguiente reducción de su calidad crediticia y el empeoramiento en la percepción del riesgo país respecto de los mismos.

En consecuencia, para afrontar esta potencial amenaza, los países ibéricos, y sus respectivos gobiernos, deben vigilar muy estrictamente las condiciones ya logradas de estabilidad en sus economías, reforzándolas todavía más. Esto debe ir unido a políticas conscientes para el estímulo de la competitividad de las empresas en los aspectos de calidad, tecnología e innovación.

La combinación inteligente de estabilidad macroeconómica y competitividad empresarial es la clave para la atracción de inversiones y el crecimiento económico estable, de forma que el desafío de la UME llegue a transformarse en el éxito de estos países.

REFERENCIAS.

- Alcaide, C.: “Deuda y euro”. *EL PAÍS Negocios*, 22 de marzo de 1998, p. 10.
- Ayala Calvo, Juan Carlos: “Características del riesgo país en Europa”. *Boletín Europeo de la Universidad de la Rioja*, nº 3, Suplemento, junio 1998, pp. 20-28.
- , Txomin Iturralde Jainaga y Arturo Rodríguez Castellanos: “Construction of a simplified index of country risk: the case of Europe”. *Best Papers Proceedings 1997, VI International Conference AEDEM*, Chania, (Greece), September 1997, pp. 37-46.
- : “La medición del riesgo país en un mundo interrelacionado: el caso de Europa”. *Best Papers Proceedings 1998, VII International Conference AEDEM*, Istanbul (Turkey), September 1998a, pp. 93-103.
- : “Construcción de índices simplificados de riesgo país: el caso de Europa”. Trabajo no publicado, Departamentos de Economía y Empresa de la Universidad de La Rioja y de Economía del la Empresa y Comercialización de la Universidad del país Vasco, diciembre 1998b.
- Cantor, R. Y F. Packer: “Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings”. *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, vol. 2, nº 2, October 1996, pp. 37-54.
- Directorate General II, Economic and Financial Affairs: “External aspects of economic and monetary union”. *Euro Papers*, No. 1, July 1997.
- Euromoney*: Informes de riesgo país correspondientes a septiembre de 1992, marzo y septiembre de 1993, 1994, 1995, 1996, 1997, diciembre de 1997 y septiembre de 1998.
- FitchIBCA: *Ratings*. March 1995-September 1998.
- García, S. y J. Pizarro: “Las curvas del euro (I)”. *EL PAÍS Negocios*, 22 de diciembre de 1997, p. 12.
- : “Las curvas del euro (II)”. *EL PAÍS Negocios*, 4 de enero de 1998a, p. 10.
- : “El ‘rating’ del euro”. *EL PAÍS Negocios*, 29 de marzo de 1998b, p. 16.
- Grice-Hutchinson, M.: *Ensayos sobre el pensamiento económico en España*. Alianza Editorial, Madrid 1995.
- Lessard, D. R.: “Country risk and the structure of international financial intermediation”. En D. K. Das (ed.): *International Finance. Contemporary Issues*. Routledge, London 1993, pp. 451-470.
- Madura, J.: *International Financial Management*. West Publishing Company, New York 1992, chap. 19.

- Olivera Casaucau, Ana: "El 'rating' y el riesgo país en las emisiones internacionales: el caso de España". *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, Vol. 1, nº 3, diciembre 1992, pp. 131-142.
- Petit, J.-P.: "The European Capital Markets and the Single Currency". *Lettre de L'Euro de la BNP*, nº 4, October 1997, pp. 1-2.
- Rodríguez Castellanos, Arturo: "El riesgo país: concepto y formas de evaluación". *Cuadernos de Gestión*, nº 19, junio 1997, pp. 41-65.
- : "El sistema monetario internacional y el euro: expectativas desde el punto de vista empresarial". *Boletín Europeo de la Universidad de la Rioja*, nº 3, Suplemento, junio 1998, pp. 29-38.
- Solberg, R. L. (ed.): *Country-Risk Analysis. A Handbook*. Roulledge, London 1992.

Internacional, en la que se analiza la evolución del riesgo país en la práctica monetaria de un conjunto de financieras de diez países de la UE. También se ofrece un análisis de interés sobre la evolución del riesgo de la política monetaria, en el contexto del debate de los efectos de las decisiones de política monetaria, a través de la disponibilidad de crédito, particularmente en el sector privado. Estos resultados pueden evidenciar una distinta efectividad de la política monetaria en función de las características del sistema financiero de cada país. Se concluye que los países con una mayor sofisticación financiera, en los que la financiación bancaria es más autónoma, independiente de las decisiones empresariales de inversión, que en los países de mayor dependencia hacia la inversión externa financiera.

In this paper we provide some evidence of the credit channel as a possible way of transmission monetary policy decisions. We do it using a theoretical framework by comparing the response of two financial companies of twelve OECD countries to European monetary policy. Using the interest rate as an indicator of the stance of monetary policy we find that the interest rate does affect firms' investment and output by altering their non-finance availability options for short-term finance. Our results also suggest that more sophisticated financial effects of the monetary policy depend on the features of the financial system of each country. In these countries with a more sophisticated financial system corporate finance is more independent of money market and is not so influenced by short-term monetary policy as companies of other more basic financial systems.

PALABRAS CLAVE: Canales de transmisión, financiación empresarial, independencia financiera, inversión externa, vectores autorregresivos.

KEYWORDS: Corporate finance, financial system, financial propagation, monetary policy, credit and interest rate.

INTRODUCTION

In recent years many scholars have devoted their attention to the way through which monetary policy affects the economy.¹ Of course, this is not a new research topic, since the appearance of the basic Keynesian IS-Mc model in the 1930s. However, new explanations have been provided based on capital market imperfections instead of the traditional liquidity effect.

One of the interesting questions is how small shocks in monetary policy may produce big effects on borrowing and spending. An exclusive macroeconomic point of view would be no longer useful, so we should to look for new answers, as Bernanke and Gertler (1995) suggest, inside the black box. It is for this reason that these alternative approaches focus on some features of the companies and capital markets which can propagate and even amplify any shock in the economy, which is not far from what Blinder and Moore (1991) have called "microfoundations of macroeconomics". In this sense, some firms would face financial constraints making their investment decisions heavily dependent on their own financial situation and providing a link among business investment policy and their own company behavior.

The aim of this paper is to provide evidence for one of the possible channels of monetary transmission: the credit channel. This is not only a way of acting on aggregate spending, but output, but also it could shed some light on the small shocks/big effects paradox. The credit channel usually

¹ An earlier version of this paper was presented in the Conference of the European Association of University Teachers of Banking and Finance held in Amsterdam.

² The authors thank Valente Iliescu (Universidad de Valladolid) for his comments and useful suggestions.

³ Two examples of the increasing interest on the issue are the last symposium on "Monetary Transmission Mechanism and Development in Emerging-Cycle Research" Proceeding were sponsored by the World Bank in the *Journal of Economic Perspectives* (1995) and the *Review of Economics and Statistics* (1996) respectively.