



Riesgo país en la región CARD: ¿Por qué moderarlo debería ser un objetivo de política económica?

Wilfredo Díaz Cruz*
wdiaz@secmca.org

Rafael A. Fornet A.† ‡
rfornet@secmca.org

Resumen

En el presente documento se aborda la importancia de disminuir el riesgo país en las economías de la región de Centroamérica y República Dominicana (CARD). Se analizan los principales aspectos que las agencias calificadoras de crédito evalúan en los distintos países; también, se hace una revisión de la literatura existente sobre las ventajas de mejorar la calificación. De igual forma, se estudian las tendencias del Indicador de Bonos de Mercados Emergentes (EMBI, por sus siglas en inglés) en las economías de esta región. Finalmente, se evalúan algunas medidas que pueden tomar los gobiernos a fin de disminuir su percepción de riesgo frente a las agencias y los inversionistas en general. En particular, se aborda el establecimiento de reglas y consejos fiscales, así como la propuesta de un ancla nominal novedosa para la política fiscal: el diferencial de tasa soberano.

Introducción

El concepto de riesgo país (o riesgo soberano) se define como la probabilidad asociada al incumplimiento de obligaciones financieras por parte de un gobierno. En el contexto de economías emergentes se relaciona específicamente a la deuda suscrita con no residentes (deuda externa)¹. Este tiene una relación directa con el costo de financiamiento,

*Economista Permanente de la Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano (SECMCA).

†Economista Visitante de la SECMCA. Banco Central de la República Dominicana.

‡Los autores agradecen las valiosas recomendaciones y comentarios recibidos de Odalis Marte y Jorge Madrigal, las cuales han enriquecido el documento. Las opiniones expresadas por los autores no necesariamente reflejan los puntos de vista de la SECMCA ni del CMCA.

¹Esta probabilidad está atada a diversos factores, que poseen distinta ponderación ya sea bajo criterios subjetivos u objetivos, tales como el entorno sociopolítico, el desempeño macroeconómico, niveles de endeudamiento, el manejo de la política fiscal y monetaria entre otros.



Notas Económicas Regionales

Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano

No. 152, enero 2024

es decir, a mayor riesgo país un gobierno enfrentará mayores tasas de interés para obtener financiamiento, y viceversa. Para las economías pequeñas y abiertas este indicador es particularmente importante, dada la dependencia que tienen estas respecto a los fondos externos para cubrir sus necesidades de financiamiento.

Un riesgo país elevado tiene otras implicancias en diversos sectores de una economía, como en el sistema bancario, que se ve afectado por la transmisión de mayores costos de fondeo y obstáculos para acceder a mercados internacionales de capitales, reflejándose tangiblemente en el aumento de garantías colaterales, como títulos de incumplimiento crediticio (CDS, por sus siglas en inglés). De igual forma, si el sistema bancario de una economía posee una cantidad relativamente importante de sus activos en títulos valores del gobierno, el sistema podría verse expuesto al fenómeno de “bucle diabólico entre bancos y gobiernos²” debido al aumento del riesgo país. Por otro lado, los agentes que realizan inversiones, en específico, los relacionados a la inversión extranjera directa, también pueden verse afectados por exclusión, sanciones o restricciones al comercio internacional debido al aumento del riesgo país, teniendo repercusiones en el ambiente para hacer negocios y, por ende, en la actividad productiva. De igual forma, los ciudadanos en general también se ven afectados por el aumento del riesgo país a través de límites al acceso a crédito, afectando el consumo.

Es importante mencionar que lo anterior se convierte en un círculo vicioso para las finanzas públicas. La economía verá afectado su potencial productivo por las restricciones de financiamiento, traduciéndose en menor recaudación tributaria, debilitando el desempeño de las finanzas públicas y ensanchando las necesidades de crédito gubernamentales, situación que impactará nuevamente en la percepción de riesgo país, derivando en mayores tasas de interés, limitando aún más el acceso al crédito en la economía en general, manteniendo así el ciclo.

Considerando lo expuesto anteriormente, la presente nota económica analiza el comportamiento del riesgo país en los países de Centroamérica y República Dominicana (CARD) así como la experiencia internacional en cuanto a su control y los beneficios obtenidos de éste, sirviendo ambos insumos para plantearse si moderar las expectativas de riesgo debería ser considerado como un objetivo de política económica para los países de la región.

Para medir el riesgo país, en este documento se utilizarán dos fuentes: la primera, las agencias calificadoras de riesgo, que de forma recurrente actualizan sus percepciones acerca de las distintas economías, y asignan una calificación a la deuda soberana. La segunda, es el indicador de bonos de mercados emergentes estimado por JP Morgan Chase, que

²Ver The Aggregate-Demand Doom Loop: Precautionary Motives and the Welfare Costs of Sovereign Risk.



permite evaluar el riesgo país a través de la comparación entre la tasa de interés de bonos soberanos de mercados emergentes con la de los bonos de Estados Unidos. La diferencia que exista entre ambas tasas se interpreta como una medida de riesgo. Este indicador en particular permite a los inversores comparar rendimientos y asumir riesgos de forma intuitiva.

El documento posee la siguiente estructura: en la sección dos se analiza el riesgo país desde la perspectiva de las firmas calificadoras, en la sección tres se presenta el comportamiento del EMBI para la región CARD, en la sección cuatro se presenta la experiencia internacional en cuanto a regular el riesgo país a través de políticas económicas, y, finalmente, en la sección cinco se comparten algunas reflexiones y consideraciones sobre una iniciativa para reducir el riesgo país en la región CARD como objetivo de política económica.

Las calificadoras de riesgo y la importancia del rango de inversión

Las calificadoras de riesgo como Fitch, Moody's y Standard & Poor's (S&P) realizan periódicamente evaluaciones sobre los distintos países, en las cuales se hace un análisis exhaustivo del desempeño macroeconómico y de las proyecciones de variables clave (PIB, inflación, deuda total, entre otras). A partir de esta información, asignan una calificación sobre la deuda soberana, que los inversionistas utilizan como guía al momento de comprar nuevos títulos de deuda en el mercado primario o los vigentes en el mercado secundario. Para tal fin, los analistas de las agencias visitan los países para sostener reuniones con representantes de los sectores público y privado, en aras de obtener un conjunto de datos para determinar la calificación o perspectiva.

Es importante destacar que, generalmente, previo a una acción que implique un cambio de calificación, las agencias ajustan las perspectivas, las cuales son negativa, estable y positiva. Así, una mejora en la percepción del desempeño macroeconómico o del marco institucional, implicaría un cambio en la perspectiva previo a una mejora de la calificación.

Un aspecto importante para las agencias calificadoras es la previsibilidad y consistencia de políticas adecuadas en materia económica, es decir, tener cierta certeza de cuál sería el manejo de la política fiscal y la política monetaria en el mediano plazo. Por esto, dichas agencias evalúan el entorno político de los países, distinguiendo si los diferentes actores y el fraccionamiento político podrían crear inestabilidad que se traduzca en un empeoramiento de las condiciones actuales. Además, en caso de necesitarse reformas estructurales (desde



Notas Económicas Regionales

Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano

No. 152, enero 2024

la perspectiva de estas agencias), la coyuntura política de cada país contribuye en la calificación otorgada, por las probabilidades que se asocian de poder aprobar dichas reformas.

Al respecto, Cantor y Packer (1996) realizan un estudio para cuantificar los pesos sobre las calificaciones de ocho variables macroeconómicas y del impacto de los anuncios de las calificadoras en los bonos de los países. Estas variables son: ingreso per cápita, crecimiento del PIB, inflación, balance fiscal, posición externa, deuda externa, desarrollo económico e historial de impagos. Los autores encuentran que los que tienen mayor peso son el ingreso per cápita, inflación y deuda externa. En cuanto al impacto de los anuncios, encuentran evidencia de que el mercado los anticiparía, al observar los movimientos en los diferenciales con hasta tres semanas de antelación al anuncio; sin embargo, también encuentran evidencia de que el anuncio influye en los diferenciales en los días inmediatamente después de haberse realizado.

Por su parte, Kamim y Von Kleist (1999) estiman un modelo donde el diferencial de nuevas emisiones es explicado por las características de dicha emisión (incluida la calificación crediticia) y encuentran una relación positiva entre el diferencial de tasas y dicha calificación, donde sería aún mayor para los países que se encuentran en grado especulativo. Así, una degradación de una posición en las calificaciones estaría asociada con un incremento de hasta 26 % en los costos de financiamiento para los que se encuentran en grado especulativo; mientras que para los que se encuentran en un grado de inversión el impacto sería de hasta 21 %.

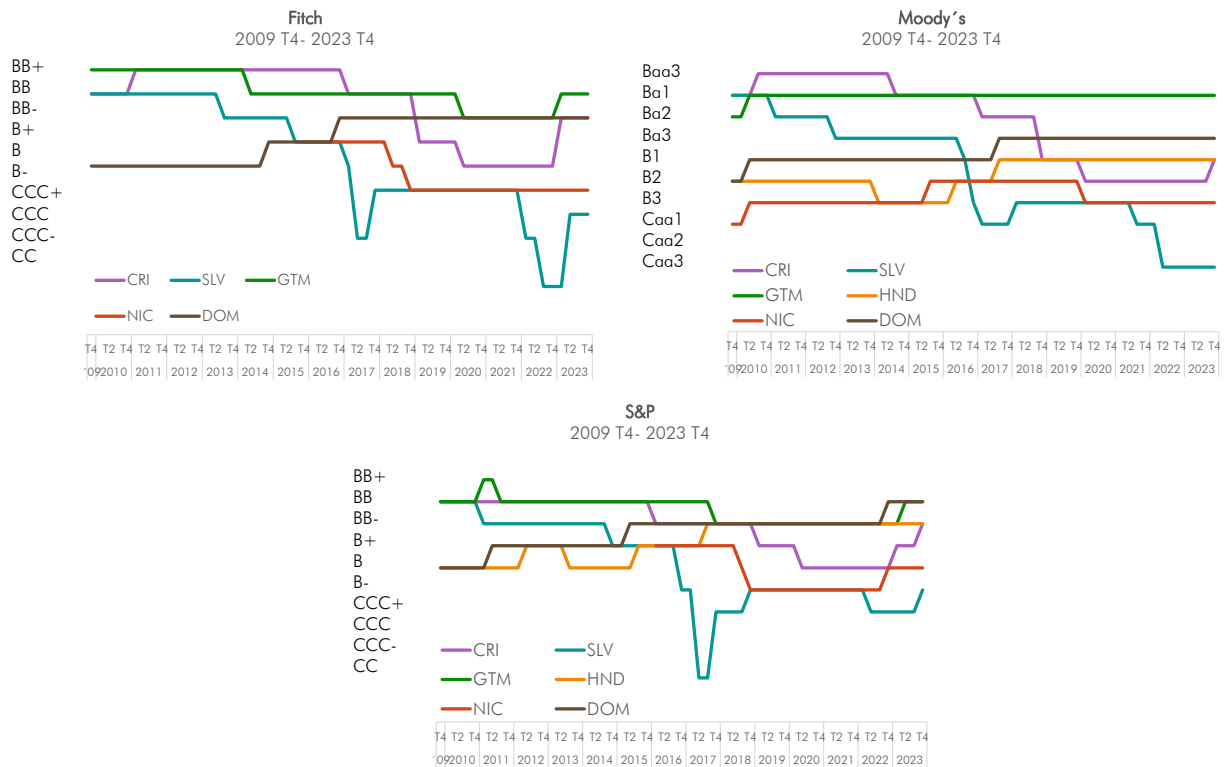
Otros estudios han encontrado evidencia similar, en cuanto a la reducción en los costes de financiamiento producto de las mejoras en las calificaciones. De hecho, Jaramillo y Tejada (2011) encuentran evidencia de que un país que alcance el grado de inversión reduce de manera significativa su costo de financiamiento, llegando a ser 36 % menos que el de países que no ostentan dicho grado. Sin embargo, cuando controlaron por variables como razón deuda a PIB, razón reservas a PIB y crecimiento real, no encontraron evidencia de que la calificación afecte de forma estadísticamente significativas los costes de financiamiento para economías que, aun con calificaciones distintas, no están en el grado de inversión; es decir, para países que no ostentan el grado de inversión, sus costos de financiamiento están explicado por los fundamentos macroeconómicos.

En la región CARD, según el informe de riesgo país que publicamos cada tres meses, al cuarto trimestre de 2023, el país que tiene la mejor calificación es Guatemala, seguido de República Dominicana, Costa Rica, Honduras, Nicaragua y El Salvador. Como se muestra en la figura 1, se observa la evolución de las calificaciones para los países de la región por cada agencia calificadora. Para varios de los países de la región CARD, se puede apreciar

una mejora en la calificación en periodos recientes, luego de haber disminuido en años anteriores. El alza en calificaciones ha sido impulsada, en general, por un manejo prudente de las finanzas públicas; así como por la recuperación del crecimiento económico postpandemia.

Además, las economías de la región se consideran pequeñas y abiertas, por ende, resulta importante la posición externa de estas en las evaluaciones de las calificadoras. La mayoría de los países de la región se han beneficiado del incremento sustancial en las remesas desde el comienzo de la pandemia, incidiendo de manera positiva en la balanza de pagos permitiendo contrarrestar, en parte, el incremento de los precios de materias primas no producidas en la región.

Figura 1: Evolución de las calificaciones para los países CARD, 2009T4-2023T4



Fuente: elaboración propia con datos de las agencias calificadoras.

Un ascenso en la calificación que otorgan las agencias se asocia a una disminución en el riesgo de impago, producto del historial económico reciente, las proyecciones del corto y mediano plazo, así como los fundamentos macroeconómicos. La implementación de reformas estructurales necesarias y la estabilidad política influyen en las decisiones de las calificadoras, pues con dichas reformas se deberían garantizar, en principio, la sostenibili-



Notas Económicas Regionales

Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano

No. 152, enero 2024

dad de las finanzas públicas y la mejora en el ingreso per cápita.

En concreto, para el caso de Costa Rica las agencias han ido aumentando sus calificaciones en años recientes por el progreso en la consolidación fiscal estructural y la robustez del crecimiento económico. De igual forma, Guatemala ha mejorado su perfil crediticio dada la resiliencia y la estabilidad macroeconómica mostrada, donde se destaca su moderada razón deuda a PIB y adecuada política monetaria. Similarmente, la República Dominicana ha mejorado su perfil por el historial de alto crecimiento y estabilidad macroeconómica. Mientras, Honduras, en opinión de las agencias, mantiene una fuerte posición fiscal que sería reforzada con los acuerdos recientes con el Fondo Monetario Internacional (FMI). En tanto, en el caso de Nicaragua, luego de los conflictos internos y la crisis de la pandemia, el país ha logrado un equilibrio de las cuentas fiscales y mantiene una posición adecuada de deuda pública y liquidez externa, por lo cual las agencias tienen perspectivas favorables a futuro.

Finalmente, El Salvador ha experimentado recientemente una reducción en su calificación como consecuencia de la percepción de un aumento de la probabilidad de impago y un canje de deuda considerado inicialmente en condiciones desfavorables; si bien, en los meses recientes, a medida que surten efecto algunas medidas para el manejo de deuda, las calificadoras han apuntado que las probabilidades de impago han disminuido de forma considerable en un horizonte de dos años.

Para lograr el grado de inversión, algunos países de CARD requieren tiempo para madurar las reformas estructurales que han llevado a cabo y que han contribuido para ir mejorando las calificaciones recientemente (ej. Costa Rica). En tanto, otros, a pesar del buen desempeño económico, requieren la adopción de reformas que permitan generar credibilidad sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas, mejorando la calidad del gasto y aumentando las recaudaciones; adicionalmente, en todos los casos es beneficioso continuar fortaleciendo la calidad institucional.



El comportamiento del Indicador de Bonos de Mercados Emergentes (EMBI) en la región CARD

El Indicador de Bonos de Mercados Emergentes (EMBI) se define como el diferencial de tasas entre un bono emitido por el gobierno de un país emergente respecto a un bono libre de riesgo (generalmente los bonos del tesoro de Estados Unidos)³. Una mayor distancia entre ambas tasas implica una percepción de riesgo país más elevada, por lo cual el indicador representa la compensación requerida por asumir una mayor probabilidad de incumplimiento de pago de las obligaciones financieras por parte de un gobierno. Este indicador es compilado y publicado por la empresa de servicios financieros JP Morgan Chase. De esta manera:

Ec.1 $EMBI = i_e - i_l$, donde i_e es la tasa de un bono emitido por una economía emergente, mientras que i_l es el bono libre de riesgo.

Este diferencial contiene la información histórica y expectativas a futuro de un conjunto de factores relacionados a fundamentos macroeconómicos (crecimiento económico, desempeño fiscal, desempeño monetario entre otros), a marcos institucionales (calidad institucional), a políticas económicas, situaciones externas (crisis económicas, eventos extraordinarios como desastres naturales o guerras), y a la estabilidad política/social, que en el agregado conforman el sentimiento del mercado o la confianza de los inversionistas.

En la literatura se encuentran documentos que investigan sobre los determinantes del EMBI, tal es el caso de Mantey y Rosas (2014), quienes incluyen 28 variables para 12 economías emergentes⁴, para explicar la percepción de riesgo país o sentimiento del mercado. En esta investigación se resalta la inclusión del tipo de cambio, los términos de intercambio, el apalancamiento de la cuenta corriente, la expansión del crédito interno real, variación del saldo de la deuda externa y el balance fiscal entre otros. Los autores determinan que las variables que más afectan al riesgo país son las variaciones del tipo de cambio, el tamaño relativo de la deuda externa y los atrasos de pagos de las obligaciones financieras.

De igual forma, Bellas et al. (2010), para un conjunto de países⁵ encuentran que en el corto plazo la fragilidad financiera y las condiciones de liquidez son los determinantes más

³Por ejemplo, si la tasa de un bono emitido por el gobierno de un país emergente(i_e) es de 8.0 %, mientras que la tasa de un bono libre de riesgo(i_l) es 5.0 %, el diferencial entre ambas, es decir el EMBI, sería de 300 puntos base (3.0 %).

⁴Argentina, Brasil, Bulgaria, Colombia, Ecuador, México, Panamá, Perú, Filipinas, Rusia, Turquía y Venezuela.

⁵Argentina, Brasil, Turquía, Filipinas, Colombia, Perú, México, Sudáfrica, Malasia, Polonia y Chile.



Notas Económicas Regionales

Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano

No. 152, enero 2024

importantes de los diferenciales de tasas (soberanos), mientras que en el largo plazo los fundamentos macroeconómicos son los más relevantes, aunque también juegan un papel importante la inestabilidad política, la corrupción y la asimetría de información.

Por su parte, Madrigal y Pascual (2015) analizan algunos determinantes del riesgo soberano para tres países de la región CARD (Costa Rica, El Salvador y República Dominicana). En específico, para el comportamiento del EMBI posterior a la crisis financiera internacional, resulta relevante el desempeño del PIB, de la inflación, de las exportaciones (maquila y no de maquila) y el saldo de las reservas internacionales netas como porcentaje del PIB. Este último factor es significativo para el período posterior al año 2008, los autores lo identifican como una fuente potencial de divisas que otorga cierta garantía de capacidad de pago de sus obligaciones internacionales.

Teniendo en cuenta los resultados expuestos por diferentes autores sobre los determinantes del EMBI, se puede deducir que el comportamiento de este será distinto entre los países de la región CARD. Esto debido a las diferencias estructurales de cada economía, tales como el tamaño del PIB, los diferentes esquemas de política monetaria en la región⁶, la presencia de reglas y marcos macrofiscales de mediano plazo en algunos casos y, finalmente, la calidad institucional de cada estado. No obstante, se observan tendencias comunes, que se revisan a continuación.

Como se puede observar en el cuadro 1, el EMBI se ha mantenido por debajo del promedio de Latinoamérica para los países de la región durante el período 2013-2023, a excepción de Costa Rica y El Salvador. De igual forma, los datos más recientes muestran que el EMBI para la región está convergiendo hacia sus mínimos históricos, a excepción de El Salvador, que está convergiendo a su promedio histórico. Esto luego del incremento generalizado que sufrió el EMBI en la región por situaciones externas tales como la pandemia de COVID-19 en el año 2020, la guerra de Rusia contra Ucrania que inicio en el año 2022 y los ajustes de tasas referencia por parte de los bancos centrales de las principales economías a nivel internacional, entre los años 2022 y 2023, para hacer frente a las escaladas de la inflación.

⁶Tres países con metas de inflación (Costa Rica, Guatemala y República Dominicana), mientras que el resto se basa en anclas nominales cambiarias-monetarias (Honduras) y economías completamente dolarizadas (El Salvador).



Notas Económicas Regionales

Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano

No. 152, enero 2024

Cuadro 1: Desempeño del EMBI en la región CARD, puntos porcentuales.

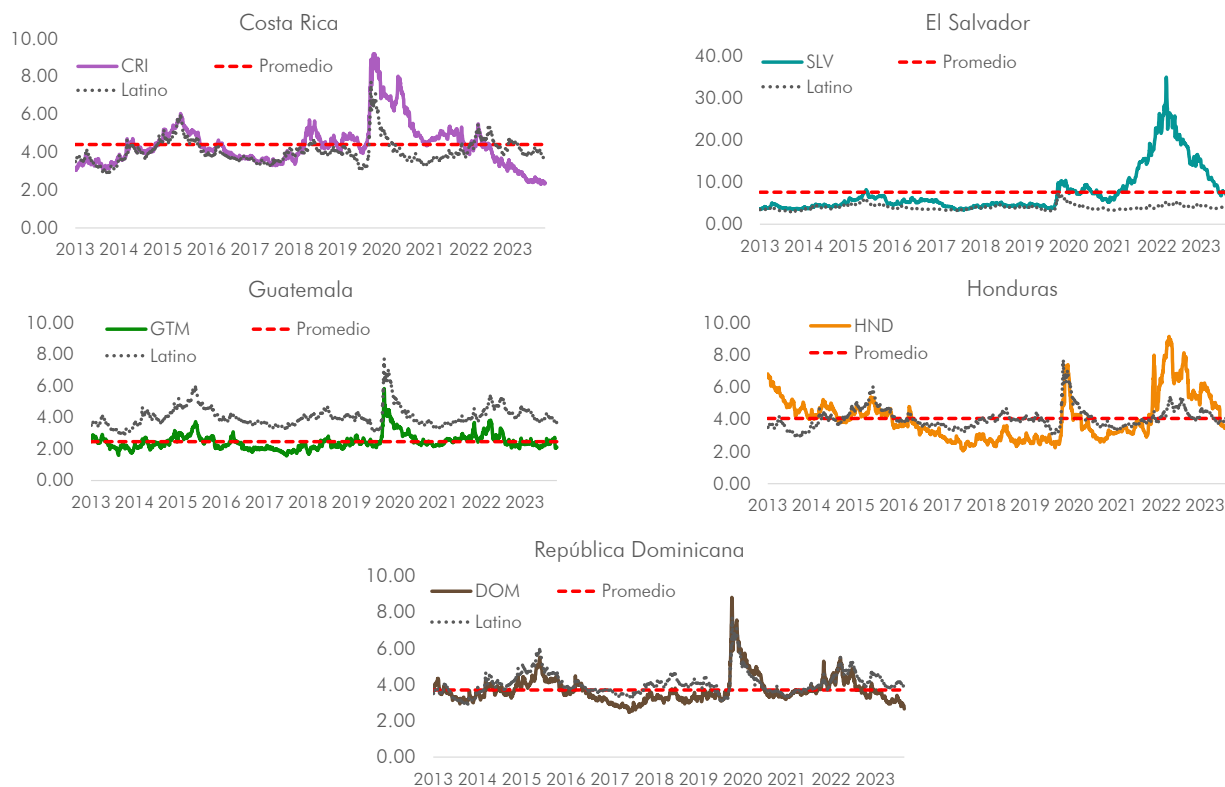
País	Promedio 2013-2023	Máximo	Mínimo	Cierre 2023
Costa Rica	4.41	9.21	2.31	2.35
El Salvador	7.66	35.12	3.37	6.84
Guatemala	2.46	5.83	1.56	2.10
Honduras	4.06	9.16	2.04	3.62
Rep. Dominicana	2.66	8.81	2.42	2.47
Promedio Latino	4.05	7.75	2.89	3.82

Fuente: elaboración propia utilizando los conjuntos de datos de reglas y consejos fiscales del FMI.

En general, en la región CARD, el EMBI ha reducido su volatilidad y su nivel en los últimos dos años. En este contexto, se destaca el manejo de la política monetaria, enfocada a la contención de las presiones inflacionarias y a la estabilización de los tipos de cambio. De igual forma, los procesos de consolidación fiscal que han realizado los gobiernos en CARD han permitido la proliferación de balances fiscales primarios positivos, los cuales se han traducido en una reducción importante de la relación deuda PIB en todas las economías.

Es relevante mencionar que, a pesar de la reducción y posterior estabilización del EMBI en los últimos dos años, los países de la región CARD no poseen grado de inversión (como se muestra en la sección 2), esto a pesar de que su EMBI es similar al de países que tienen el grado de inversión, como es el caso de México y Panamá que, al cierre de noviembre de 2023, mostraron registros de 3.40% y 2.82%. en su EMBI, respectivamente, similares a los mostrados por los países de la región.

Figura 2: Comportamiento del EMBI en los países CARD



Fuente: elaboración propia con base a datos de JP Morgan Chase.

Además de los aspectos generales y coincidentes del comportamiento del EMBI en la región CARD, a nivel de país se destacan algunas situaciones puntuales respecto al desempeño individual. Al respecto, en el caso de Costa Rica, que posterior a la crisis financiera internacional mostró un deterioro progresivo de sus finanzas públicas⁷; para el año 2018 realizó una reforma tributaria y adoptó una regla fiscal, lo cual unido a la suscripción de un acuerdo de Facilidad de Servicio Ampliado (SAF) con el FMI en enero de 2021, han permitido que este país haya reducido su EMBI en alrededor de 300 puntos básicos (p.b.) entre diciembre de 2018 y diciembre de 2023.

Por su parte, en El Salvador el EMBI tuvo un aumento significativo entre los años 2021 y 2022, impulsado por la ausencia de un plan de financiamiento, así como por el aumento de presiones de liquidez que, según la interpretación de las agencias, incrementaban la probabilidad de un impago de deuda pública. Adicionalmente, la adopción del Bitcoin como

⁷Traduciéndose en un EMBI que alcanzó niveles superiores a 500 puntos básicos



Notas Económicas Regionales

Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano

No. 152, enero 2024

moneda de curso legal durante este período generó tensiones con organismos financieros multilaterales y privados. Esto provocó que el EMBI de El Salvador pasara de un 4.0 % antes de la pandemia a un máximo de 35.1 % en julio de 2022. No obstante, el gobierno salvadoreño tomó varias medidas para contrarrestar esta situación, entre las que destacan la consolidación fiscal que ha permitido alcanzar balances primarios superavitarios en los últimos tres años, la recompra adelantada de bonos de deuda soberana con vencimiento de 2023 y 2025, así como el canje de deuda de pensiones, que en revisiones posteriores de algunas agencias internacionales, se consideró realizado bajo condiciones más favorables con un vencimiento a 50 años, un período de gracia de 4 años y una tasa del 6.90 %. En conjunto, estas medidas han permitido que el EMBI se reduzca hasta alcanzar un nivel de 6.84 % al cierre del año 2023.

Otro caso es el de Honduras, que registró un aumento considerable en su EMBI de 617 p.b. entre enero y julio de 2022. Este incremento se asocia a los mensajes emitidos por parte de la nueva administración gubernamental, que tomó posesión en enero de 2022, relacionados a la necesidad de una reestructuración de la deuda pública y a la situación comprometida de las finanzas públicas. Estos mensajes elevaron los niveles de incertidumbre⁸ acerca del país afectando su EMBI. Posteriormente, el gobierno realizó acciones tales como el pago puntual del servicio de la deuda durante el año 2022, así como un manejo fiscal prudente que mejoró el desempeño del balance financiero público, incidiendo en una reducción del EMBI, que llegó a un nivel de 5.29 % al cierre del año 2022. Finalmente, con la aprobación en septiembre de 2023 de un acuerdo Servicio Ampliado del FMI (SAF) y del Servicio de Crédito Ampliado (SCA), por 36 meses, se produjo una reducción en el EMBI, llegando a 3.62 % a diciembre 2023.

Con estos tres casos de la región, es posible observar que los factores relacionados a política económica, transparencia, comunicación y fortalecimiento institucional juegan un rol preponderante en la determinación del nivel de riesgo país a través del EMBI. Por tanto, es importante diseñar una estrategia que fortalezca los factores que ayudan a reducir la percepción de riesgo y que permita mitigar los riesgos que, principalmente, son de naturaleza externa a la región.

⁸Bloomberg, abril 2022



La política económica y el riesgo país: experiencia internacional

En el contexto de una economía globalizada con flujos financieros que se mueven relativamente libres, los países compiten entre sí para obtener estos recursos de forma abundante, constante y barata. Sin embargo, la percepción de riesgo país se muestra como un obstáculo para la atracción de estos flujos en las condiciones deseadas, dado que los agentes económicos toman en consideración la información disponible sobre una economía para determinar su decisión de inversión.

La calidad de la información y las expectativas sobre las condiciones económicas, sociales, institucionales, financieros y legales de un país, inciden sobre su percepción de riesgo, condicionando el potencial volumen de flujos financieros que pueda recibir. Este condicionamiento reduce la capacidad de financiamiento de todos los sectores económicos, por lo tanto, existe correlación en las condiciones de acceso al crédito para el gobierno y el resto de los sectores de la economía, a partir de un riesgo país determinado.

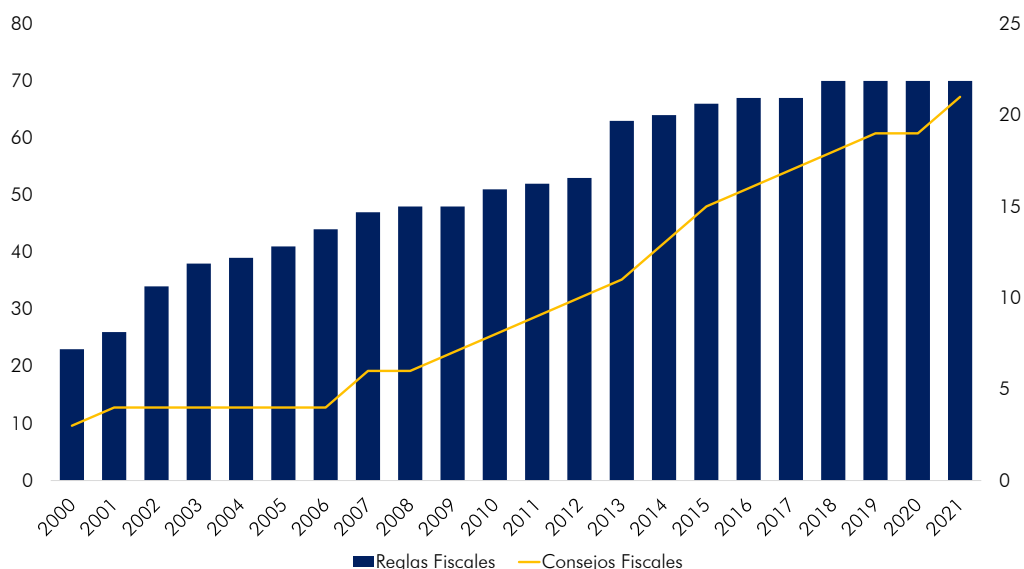
Respecto a lo anterior, es evidente que una parte importante de la responsabilidad de mejorar las expectativas de riesgo país depende de las políticas económicas que establezcan los gobiernos. Por el lado de la política monetaria parece existir un consenso en que institucionalmente se tengan bancos centrales autónomos, cuyo objetivo principal sea el control de la inflación, con un esquema cambiario que permita la estabilidad del valor de la moneda, y que trabaje en conjunto con los entes reguladores para garantizar la estabilidad financiera. De igual forma, la acumulación de reservas reduce la vulnerabilidad a choques de liquidez externos.

No obstante, por su parte en la política fiscal no existe un consenso claro actualmente sobre autonomía y anclas nominales. Esto debido en parte al ciclo político, que influye directamente en la designación de las autoridades de los Ministerios de Hacienda (Finanzas), reduciendo autonomía para tomar decisiones sobre las finanzas públicas respecto a la presidencia del poder ejecutivo. Debido a esta situación, se han tomado algunas medidas que otorgan cierta planificación de mediano plazo en la política fiscal, tal es el caso de la elaboración de marcos fiscales que pretenden dar certidumbre sobre el desempeño que tendrán las finanzas públicas en el mediano plazo. Estos marcos se basan, por lo general, en la aplicación de reglas fiscales que limitan la discrecionalidad gubernamental para alterar la trayectoria del gasto público. Estas reglas, generalmente, están ancladas a un nivel de deuda pública determinado.

De igual forma, en algunos países se ha observado la creación de consejos fiscales, que se

definen como una agencia técnica permanente no partidista encargada de vigilar las finanzas públicas con el objetivo de fortalecer la credibilidad de las políticas fiscales, enfocadas a la sostenibilidad de las finanzas públicas y de la estabilidad macroeconómica⁹.

Figura 3: Reglas y Consejos Fiscales en Economías Emergentes



Fuente: elaboración propia utilizando los conjuntos de datos de reglas y consejos fiscales del FMI.

Para Hagemann (2010), cada vez más se aboga por instituciones fiscales independientes, aunque persiste la incertidumbre sobre cuales deben ser las anclas del desempeño de las finanzas públicas; en específico, sobre el nivel óptimo de deuda pública o el déficit fiscal ideal. La evidencia empírica sugiere que delegar las previsiones macroeconómicas a un consejo fiscal, puede reducir los sesgos de pronóstico que influyen en el diseño del presupuesto nacional y en la política fiscal y, de igual forma, refuerzan la capacidad gubernamental para cumplir con reglas fiscales (numéricas), mejorando el desempeño de las finanzas públicas. En tanto, autores como Jergovic y Zigman (2017) han encontrado que los países que han introducido consejos fiscales se vuelven más resilientes al enfrentar crisis.

De hecho, de los países que ostentan una calificación de grado de inversión, es decir, un riesgo de crédito bajo a moderado, se destaca el desempeño presupuestario. Este resultado se debe, en parte, a los mecanismos existentes (tales como las reglas fiscales) que permiten la previsibilidad de la política fiscal. En general, dichos países tienen en común

⁹Davoodi, Hamid, Paul Elger, Alexandra Fotiou, Daniel Garcia-Macia, Andresa Lagerborg, Raphael Lam, and Sharanya Pillai. 2022. "Fiscal Council Dataset: The 2021 Update", International Monetary Fund, Washington, D.C.



un marco institucional predecible y que contribuye al desarrollo económico. En ese sentido, como ejemplo de la importancia de la previsibilidad de la política económica, Estados Unidos sufrió una reducción en su calificación en el año 2023, en medio de desacuerdo en su congreso sobre aumentar o no el techo de la deuda y las implicancias que tenía el no aumentarlo.

Aunque la existencia de reglas ficiales y la tendencia de crear consejos fiscales fortalece la disciplina de las finanzas públicas, persiste la dificultad para encontrar un ancla para la política fiscal, similar a la inflación o el tipo de cambio en el caso de la política monetaria. Sobre esto, Hatchondo et al. (2021, 2022) proponen incluir reglas fiscales cuya ancla numérica sea el diferencial de tasa soberano (como el EMBI). Esta propuesta es el resultado de la dificultad de identificar niveles de deuda óptimos, especialmente por las características de los diferentes países. Estos autores concluyen que una regla anclada en el diferencial de tasas soberanas genera ganancias de bienestar; si bien es cierto que es beneficioso restringir el endeudamiento en todas las economías, no todas las economías poseen los mismos umbrales ni preferencias respecto a su financiamiento, aunque es importante mencionar que hay algunos factores para tener en cuenta al implementar una regla de esta índole: ¿cuál debería ser el nivel de diferencial de tasas soberano que se persigue, el promedio o el mínimo histórico? ¿Cuál debería ser la velocidad de respuesta frente a desviaciones sobre el nivel objetivo determinado? ¿Debería activarse el ancla únicamente en situaciones cuando se está por encima del umbral establecido?, todas estas son interrogantes importantes para definir un ancla nominal utilizando en el caso de la región al EMBI.

Consideraciones Finales

Una vez analizadas las calificaciones de riesgo país, el desempeño del EMBI en la región CARD y la experiencia internacional respecto al manejo de la política económica y la contención de las expectativas de riesgo, se deben resaltar varios elementos que podría resultar importantes para que los países de la región puedan alcanzar la calificación de grado de inversión.

En primer lugar, el diseño de la política económica es fundamental. Si bien es cierto que, desde el punto de vista de la política monetaria, existe un consenso sobre cuáles son las mejores prácticas y las anclas numéricas, no ocurre lo mismo en cuanto a la política fiscal. Sería recomendable para los países que no poseen o no han actualizado sus marcos fiscales de mediano plazo, que incluye reglas fiscales, trabajen en su implementación, teniendo en cuenta la posibilidad de incluir como ancla numérica el diferencial de tasas soberano (como el EMBI).



Lo anterior se puede complementar con la creación de consejos fiscales en la gestión gubernamental, que apoyen la disciplina fiscal, encaminada, principalmente, al cumplimiento de las metas numéricas (Hatchondo et al., 2021, 2022). Un organismo autónomo que participe en el diseño de la política fiscal y de seguimiento de su ejecución puede fortalecer el marco institucional y dar certidumbre en cuanto al cumplimiento de metas numéricas.

Adicionalmente, en el ámbito institucional, medidas tales como mejorar la rendición de cuentas, aumentar la transparencia, la producción y publicación de información estadística oportuna, así como reforzar las garantías respecto al cumplimiento del marco legal de cada Estado y proveer mayor seguridad jurídica, que, en conjunto reduzcan el espacio a la improvisación tendrían un impacto positivo en el sentimiento de los inversionistas. Finalmente, es importante destacar la coordinación que debe existir entre el sector público y privado para homogenizar y comprender datos relevantes de la economía nacional en particular, facilitando así el diálogo con las distintas agencias encargadas de medir el riesgo de un país, apoyando con esto la mejoría en las calificaciones y promoviendo la reducción de los diferenciales de tasas respecto a las economías avanzadas.

Referencias

- Cantor, Richard y Frank Packer (1996). "Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings". En: *FRBNY ECONOMIC POLICY REVIEW*.
- Hageman, Robert (2010). *Improving Fiscal Performance Through Fiscal Councils*. OECD. URL: <https://web-archiver.oecd.org/2012-06-14/100750-46673013.pdf>.
- Hatchondo, Juan Carlos, Leonardo Martínez y Francisco Roch (2021). *Numerical fiscal rules for economic unions: The role of sovereign spreads*. IMF. URL: <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/WP/2021/English/wp1ea2021196-print-pdf.ashx>.
- (2022). "Fiscal Rules and the Sovereign Default Premium". En: *AMERICAN ECONOMIC JOURNAL: MACROECONOMICS*.
- Jaramillo, Laura y Catalina Michelle Tejada (2011). *Sovereign Credit Ratings and Spreads in Emerging Markets: Does Investment Grade Matter?* IMF. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Sovereign-Credit-Ratings-and-Spreads-in-Emerging-Markets-Does-Investment-Grade-Matter-24677>.
- Kamin, Steven B y Karsten von Kleist (1999). *THE EVOLUTION AND DETERMINANTS OF EMERGING MARKET CREDIT SPREADS IN THE 1990s*. BIS. URL: <https://www.bis.org/publ/work68.htm>.
- Madrigal, Jorge y Oscar Iván Pascual (2015). *Determinantes del Riesgo Soberano en tres países de la Región CARD*. SECMCA. URL: <https://www.secmca.org/recard/index.php/foro/article/view/57/51>.



Notas Económicas Regionales

Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano

No. 152, enero 2024

- Mántey, Guadalupe y Eduardo Rosas (2014). "EMBI spreads: sentimiento del mercado y fundamentos económicos". En: *Investigación económica*.
- Roldán, Francisco (2020). *The Aggregate-Demand Doom Loop: Precautionary Motives and the Welfare Costs of Sovereign Risk*. IMF. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2020/12/18/The-Aggregate-Demand-Doom-Loop-Precautionary-Motives-and-the-Welfare-Costs-of-Sovereign-Risk-49969>.
- Sandoval, Laura Lazo (2021). "¿Por qué el riesgo país debería considerarse en la evaluación financiera de un proyecto o una empresa?" En: *Estudios de la gestión*.
- Žigman, Ante y Martina Jergović (2017). "The impact of fiscal councils on the budgetary consolidation". En: *Public and Municipal Finance*.