

Universidad de Lima
Facultad de Ciencias Empresariales y Económicas
Carrera de Economía



IMPACTO DE LA CALIDAD INSTITUCIONAL EN EL RIESGO PAÍS DE LOS PAÍSES LATINOAMERICANOS (2000 - 2019)

Tesis para optar el Título Profesional de Economista

Juan Pablo Laura Calderon

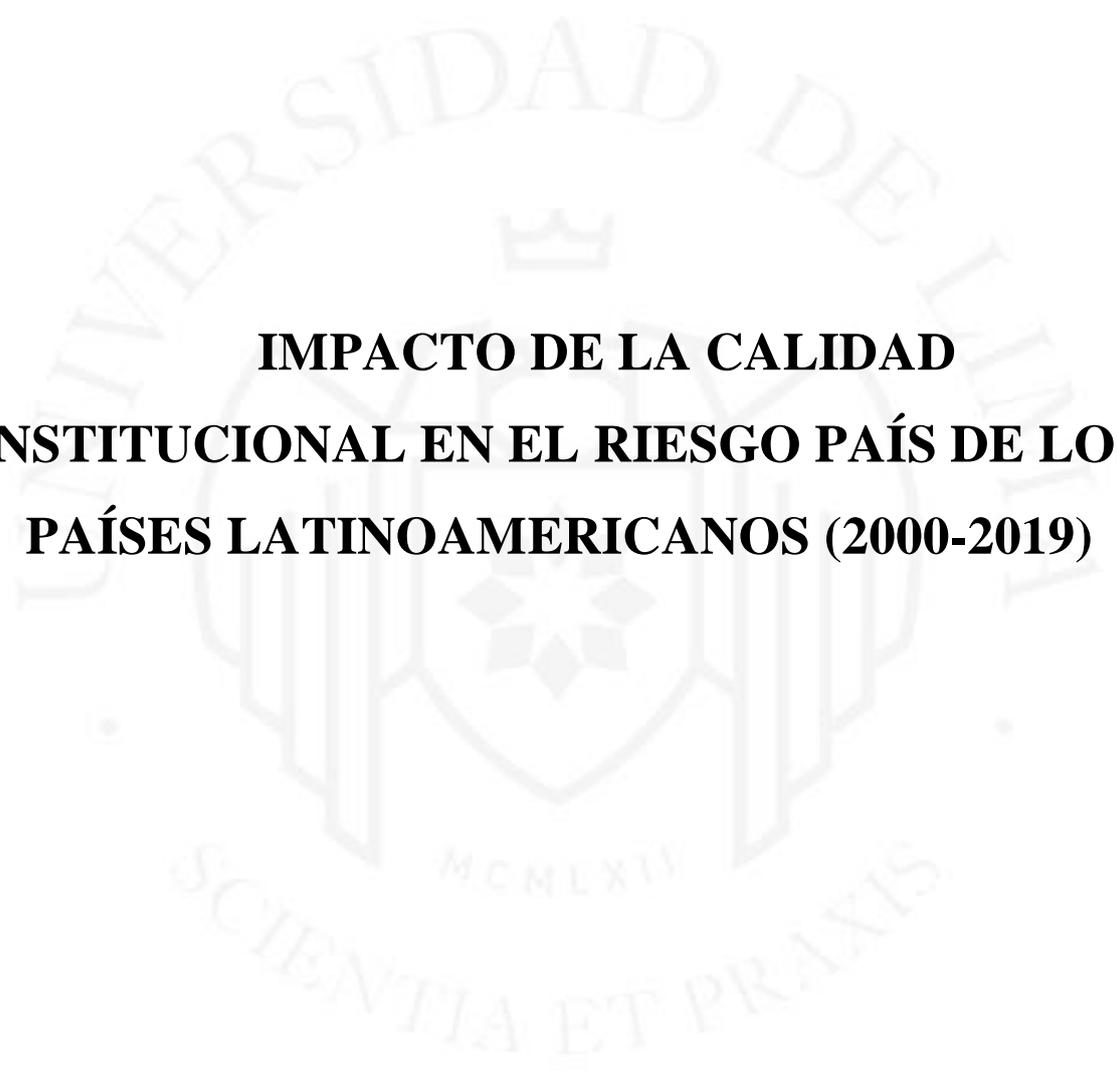
Código 20131937

Asesora

Rosa Luz Durán Fernández

Lima – Perú

Noviembre de 2020



**IMPACTO DE LA CALIDAD
INSTITUCIONAL EN EL RIESGO PAÍS DE LOS
PAÍSES LATINOAMERICANOS (2000-2019)**

TABLA DE CONTENIDO

RESUMEN.....	VII
ABSTRACT	IX
INTRODUCCIÓN	1
CAPÍTULO I: HECHOS ESTILIZADOS	6
CAPÍTULO II: REVISIÓN DE LITERATURA.....	12
2.1 Calidad Institucional	16
2.2 Riesgo País	22
2.2.1 Riesgo País y Soberano.....	22
2.2.2 Determinantes del Riesgo País	23
2.3 Principales ratings de riesgo país	26
2.3.1 Standard & Poor's.....	26
2.3.2 Euromoney	28
2.3.3 Institutional Investor	28
2.4 Estudios empíricos de instituciones y riesgo país.....	28
2.4.1 Deuda Pública y Riesgo País.....	31
CAPÍTULO III: METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN	34
3.1 Estadísticas descriptivas	34
3.2 Pruebas econométricas	42
CAPÍTULO IV: RESULTADOS	44
CONCLUSIONES	48
RECOMENDACIONES	49
REFERENCIAS.....	50

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1.1 Evolución de la Inversión Extranjera Directa: Principales Economías de Latinoamérica 2000-2019 (Variación porcentual).....	6
Figura 1.2 Balanza Comercial: Principales Economías de Latinoamérica 2000-2019.....	7
Figura 1.3 Credit Default Swaps de América Latina y Argentina.....	7
Figura 1.4 Riesgo País Anualizado (EMBIG), 2000-2019	8
Figura 1.5 Riesgo País Mensual	8
Figura 1.6 Deuda del Gobierno Central (% PBI).....	10
Figura 1.7 Índice de Percepción de Corrupción Transparencia Internacional	11
Figura 3.1 Histograma riesgo país.....	39
Figura 3.2 Variación del riesgo país.....	39
Figura 3.3 Predicción lineal de la varianza del error	43

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1.1 Posición de cada país latinoamericano según el Índice de Calidad Institucional 2019	9
Tabla 3.1 Resumen de variables a utilizar	34
Tabla 3.2 Análisis estadísticos	37
Tabla 3.3 Cuadro de correlaciones	40
Tabla 3.4 Resultados de las pruebas de raíz unitaria para las variables originales (p-valor) ..	41
Tabla 3.5 Corrección de raíz unitaria	42
Tabla 3.6 Prueba de autocorrelación serial entre paneles (xtserial)	42
Tabla 3.7 Prueba de heterocedasticidad	42
Tabla 4.1 Resultados	44

ÍNDICE DE ANEXOS

Anexo 1: Datos mensuales del riesgo país para el año 2000 y transformación anual (logaritmo)	57
Anexo 2: Modelo alternativo con el índice de percepción de corrupción.....	58



RESUMEN

El riesgo país es la capacidad de los países de mercados emergentes de cumplir con sus obligaciones financieras. El riesgo país es determinante para la atracción de inversión extranjera directa; sin embargo, necesita de la calidad institucional que transmite estabilidad económica, política y el cumplimiento de los contratos privados.

Los determinantes de la calidad institucional usados en la presente investigación son voz y responsabilidad, estabilidad política, calidad regulatoria, estado de derecho y corrupción. Además, como variables de control se utiliza el crecimiento porcentual del PBI, la formación bruta de capital y una dummy de crisis política y económica. Las variables voz y responsabilidad, estabilidad política y estado de derecho tiene una relación inversa y significativa sobre el riesgo país. No se puede determinar el efecto de la calidad regulatoria debido a que no cumplen con la significancia estadística. Los resultados indican que las variables crecimiento económico y formación bruta de capital tienen un impacto negativo sobre el riesgo país. Además, si los países cuentan con crisis política y económica tienen una relación positiva con el riesgo país.

Por otra parte, la corrupción tiene un efecto positivo sobre el riesgo país. No obstante, a pesar de que las economías de los países de América Latina seleccionados para el presente estudio sufren de la presencia constante de corrupción, esta no ha tenido un impacto significativo en mermar el rating de los países porque se ha dado en condiciones de crecimiento económico.

Se concluye que se requiere de instituciones sólidas a fin de que el riesgo país proporcione un entorno confiable y predecible para los agentes económicos.

Línea de Investigación: 5300 – 4. b1

Palabras clave: Riesgo País, Instituciones, Crecimiento económico, Inversión Extranjera Directa y Corrupción.

ABSTRACT

Country risk is the ability of emerging market countries to meet their financial obligations. Country risk is decisive for attracting foreign direct investment; however, it needs the institutional quality that transmits economic, political stability and the fulfillment of private contracts.

The determinants of institutional quality used in this investigation are voice and responsibility, political stability, regulatory quality, rule of law and corruption. In addition, the percentage growth of GDP, gross capital formation and the dummy of political and economic crisis are used as control variables. The variables voice and responsibility, political stability and rule of law have an inverse and significant relationship on country risk. The effect of regulatory quality cannot be determined because they do not meet statistical significance. The results indicate that the variables economic growth and gross capital formation have a negative impact on country risk. In addition, if countries have a political and economic crisis, they have a positive relationship with country risk.

On the other hand, corruption has a positive effect on country risk. However, even though the economies of the Latin American countries selected for this study suffer from the constant presence of corruption, this has not had a significant impact on reducing the rating of the countries because it has taken place in conditions of growth. economic.

It is concluded that strong institutions are required for country risk to provide a reliable and predictable environment for economic agents.

Line of research: 5300 – 4. b1

Keywords: Country Risk, Institutions, Economic Growth, Foreign Direct Investment and Corruption.

INTRODUCCIÓN

El acelerado desarrollo de la globalización en el mundo ha llevado al crecimiento del comercio exterior en 32% del 2006 al 2016 según la Organización Mundial del Comercio (OMC, 2017), situación que ha sido aprovechada por las principales economías de Latinoamérica, que ocasionó ciclos de expansión y contracción en sus exportaciones, para los periodos de 1990-2001, 2002-2008 y 2009-2016, 17.3%, 16.1% y -11.8% respectivamente (CEPAL, 2017).

A pesar del crecimiento acelerado de las principales economías de Latinoamérica, aun la mayoría de sus miembros no son países desarrollados (Chile y México), por el contrario, la mayoría son países emergentes (Perú, Colombia, Brasil, Argentina y Ecuador) y pobres (Venezuela). Los factores asociados a la heterogeneidad del crecimiento son diversos, pero principalmente se dan como consecuencia fundamental de la eficiencia de las instituciones en dar bienestar social y económico, ya que si no existe una estabilidad que genere condiciones para la atracción de inversión, los países pobres y emergentes concentrarán riesgos inherentes que no fomentarán la inversión extranjera.

La inseguridad que ocasiona la crisis política, social y económica en los países mencionados se mide a través del indicador del riesgo país, el cual se describe como la incertidumbre asociada a cualquier tipo de inversión que se realice (Gorfinkiel y Lapitz, 2005) o el riesgo de que los prestatarios no puedan o no quieran cumplir con sus obligaciones extranjeras por razones económicas o políticas específicas del país más allá de los factores habituales específicos de la contraparte (BIS, 1982). Existen dos formas de analizar el riesgo país:

1) Desde el enfoque macroeconómico en donde se explica a través del riesgo económico financiero, el riesgo político, el riesgo soberano y el riesgo de transferencia. Todos estos riesgos son a los que están expuestos los inversionistas y se miden a través de los indicadores de riesgos como el Standard & Poor's, Euromoney, Índice de Bonos de Mercados Emergentes (EMBIG) y los Credit Default Swap.

2) La relación de la empresa o entidad sobre la que se evalúa el riesgo país, ya que puede no ser susceptible a todas las debilidades del país ; por ejemplo, en caso se tome la empresa con una matriz en el extranjero (Mascareñas, 2002). Un ejemplo de este análisis lo sintetiza los Conflict Risk Indicators que evalúan si un país tiene riesgo de caer en zona de guerra y esta genere el rechazo de los acuerdos establecidos por un gobierno democrático.

Un indicador de medición del riesgo país se realiza con los Credit Default Swaps (CDS), los cuales se definen como la protección de la parte compradora (una compañía o país) frente a un impago de bonos de deuda soberana en el caso de los países (Rivadeneira, 2014). Estos CDS se pagan en caso el país caiga en default de deuda o quiebra (valorizados en dólares estadounidenses), por lo que cuando un país está cerca del default, los inversionistas buscan comprar los CDS por el repago aumentando el precio de este. Para el caso de América Latina se utiliza el Índice de Bonos de Mercados Emergentes (EMBIG), elaborado por el J.P. Morgan que refleja los retornos del portafolio de deuda según sea el caso. Se mide en puntos básicos y corresponde al diferencial de rendimientos con respecto al bono del Tesoro de EUA de similar duración de la deuda en cuestión.

Otro factor determinante para aumentar el riesgo país es la deuda pública. En un entorno de alto riesgo, el crecimiento económico de un país se ve perjudicado al aumentar su deuda pública. Los efectos negativos que tiene la deuda pública sobre el crecimiento económico se debilitan en entornos de bajo riesgo político y financiero, mientras que un aumento de la deuda pública podría ayudar a estimular el crecimiento económico en entornos de bajo riesgo compuesto y económico. Además, las diferencias en los niveles de ingreso y deuda de los países también conducen a los riesgos de los países a tener diferentes efectos en el nexo entre el crecimiento de la deuda, lo que sugiere que un país debería endeudarse adecuadamente en función de sus entornos de riesgo actuales al tiempo que mejora el desempeño económico (Chiu y Lee, 2017).

Dentro del enfoque del riesgo país están situados factores económicos y políticos, sin embargo, están ligados a una causa importante que es la estabilidad y el compromiso del cumplimiento de los acuerdos, estos puntos son arraigados a la consistencia y eficiencia de las instituciones gubernamentales, ya que ellas acompañan la evolución económica y social de un país, debido a que, si ellas cumplen con proveer estabilidad, el riesgo país es menor y caso contrario mayor.

Las instituciones son las reglas de juego en la sociedad y que operan sobre las interacciones políticas, económicas y sociales, las cuales estructuran incentivos en el intercambio humano (North, 1990). Otra definición es la que identifica Greif (2006), quien indica que las instituciones pueden ser definidas como un conjunto de factores sociales, reglas, creencias, valores y organizaciones que conjuntamente motivan la regularidad en el comportamiento individual y social.

Las instituciones en los últimos años han tomado una gran importancia en el análisis del desempeño de una economía. Acemoglu y Robinson, (2012) atribuyen el éxito de las naciones desarrolladas a la institucionalidad, debido a que son ellas las que generan bienestar económico y social, a través de la transparencia de los procesos de cada una de ellas, además del respeto del estado de derecho, tener un aparato judicial imparcial, menores barreras burocráticas para la atracción de inversión privada y por último un sistema político que respete los contratos y el sistema liberal económico. En su libro Acemoglu y Robinson, (2012) también, distinguen entre países con instituciones extractivas, en los cuales las élites extraen la renta, y las instituciones inclusivas, que promueven incentivos y la competencia para generar riqueza, en lugar de extraerla. Los autores concluyen que una nación puede prosperar si posee instituciones que sean inclusivas.

En el Perú, Ghezzi y Gallardo, (2014) también hacen énfasis en la importancia de las instituciones. Los autores explican que una buena institucionalidad (sólida y eficiente), identificada por una burocracia flexible, generan políticas económicas para poder reducir los 3 ejes de problema en el Perú: pobreza, seguridad y educación. El plan de fomentar las instituciones va en conjunto con la diversificación productiva, que genera focos económicos en todas las regiones del Perú, para impulsar la competitividad y productividad en los diferentes sectores de la economía, pero para llegar a lograr ese objetivo las instituciones gubernamentales deben ser eficientes y transparentes y con ello también atraer la inversión privada.

Los recursos económicos obtenidos por la industrialización generaron bienestar económico y social en los países con instituciones gubernamentales eficientes y transparentes (Ayala, 2003). Las instituciones deben generar un clima de confianza e incentivos económicos para emprender acciones colectivas tales como inversión, innovación y la aplicación de las políticas públicas.

Para la Nueva Economía Institucional la acumulación de capital y los cambios tecnológicos no son los determinantes más importantes en el desarrollo de la economía, ya que, como plantea esta corriente, son muestras del crecimiento, más no causantes de esta. La explicación que ofrece la Nueva Economía Institucional es tener un buen marco institucional, la cual genera un buen desempeño económico debido a que incentiva las actividades productivas intensivas en el uso de capital y trabajo, que producen altos niveles de productividad e innovación tecnológica que conlleva a mayor generación de riqueza.

El riesgo país sirve como medida de calificación del performance de un gobierno, con la finalidad de proveer información relevante a los inversionistas. Este indicador tiene diversas implicancias en entornos políticos, sociales y económicos. En los países de América Latina existen efectos heterogéneos sobre los entornos mencionados que afectan en diversas escalas, de acuerdo con el enfoque o circunstancias de los problemas de cada país. En ese sentido, existe una brecha de estudios para determinar que factores son más propensos en la afectación del riesgo país dados los diversos contextos. Los países del estudio (Perú, Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Venezuela y México) en el periodo del 2000-2019, han sufrido de problemas institucionales, desigualdades, corrupción, déficits presupuestarios, opresión política y de diversas crisis sociales y económicas. En ese entorno el riesgo país ha tenido diversas calificaciones por cada tipo de coyuntura; sin embargo, no se establece cual de todas ellas tiene un mayor efecto negativo sobre este indicador. Por lo tanto, es importante desarrollar literatura empírica que exponga los efectos de cada situación específica y ver cuál de todas ellas tiene mayores efectos significativos sobre el deterioro del riesgo país.

Ahora bien, desde el punto de vista de la política económica, no basta con saber que las instituciones son relevantes para generar riqueza, sino también es necesario conocer los indicadores que miden las diversas características de las instituciones y como ellas se relacionan con el índice de riesgo país. Identificar esos factores es clave para que los gobiernos puedan mejorar sus instituciones y atraer inversión privada.

Objetivos e Hipótesis

Los objetivos del presente trabajo de investigación son:

Objetivo General

Analizar la diferencia estadística entre los indicadores que miden las cualidades de las instituciones gubernamentales y determinar sus efectos en la medición del riesgo país.

Objetivos Específicos

Estudiar el vínculo entre el rendimiento de las instituciones de gobierno y el incremento del riesgo país.

Determinar la incidencia de la deuda pública y la corrupción en el incremento del riesgo país.

Hipótesis general

La eficiencia de las instituciones de gobierno contribuye con la reducción del riesgo país, como consecuencia de ello se ha generado una estabilidad económica y social que se relacionan con menores índices de riesgo país.

Hipótesis Específicas

Un mayor crecimiento económico relacionado con un incremento de la formación bruta de capital conduce a menores tasas de riesgo país.

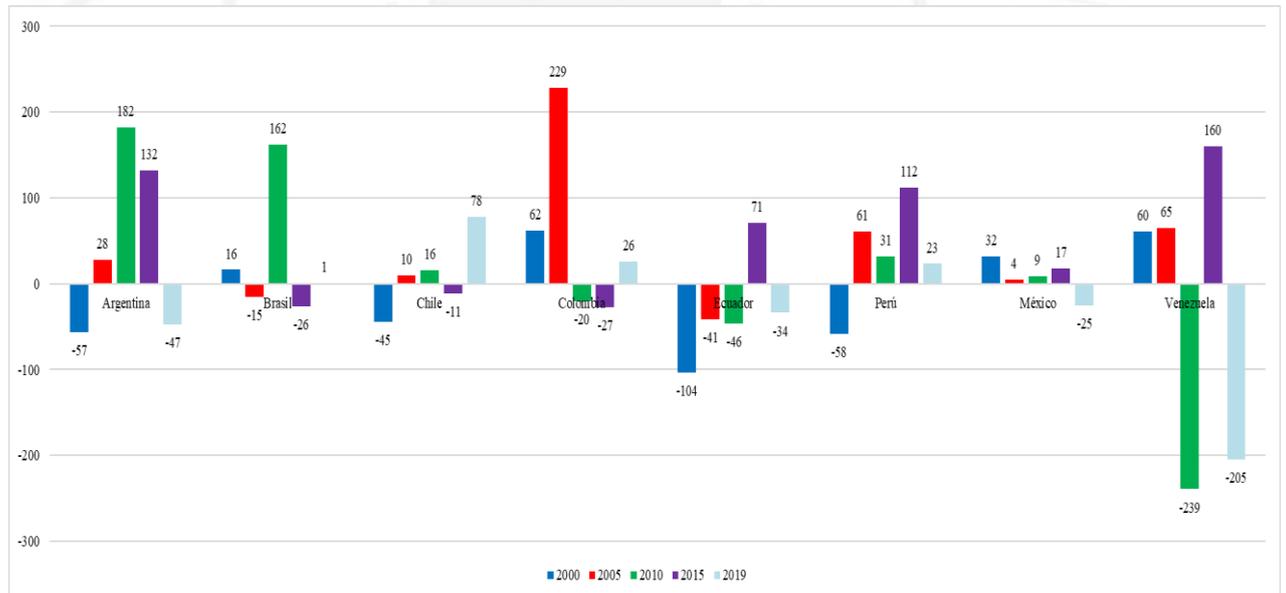
Los niveles de deuda pública tienen un mayor efecto en las tasas de riesgo país que los efectos de la corrupción.

El trabajo de investigación se divide en 5 secciones: Hechos Estilizados, se describen la evolución histórica de las principales variables de estudio; en la Revisión de Literatura, se analizan el desarrollo de los trabajos empíricos de riesgo país e instituciones; en Metodología y Resultados, se exponen las evidencias obtenidas para contrastar las hipótesis; por último, se presentan las conclusiones y recomendaciones.

CAPÍTULO I: HECHOS ESTILIZADOS

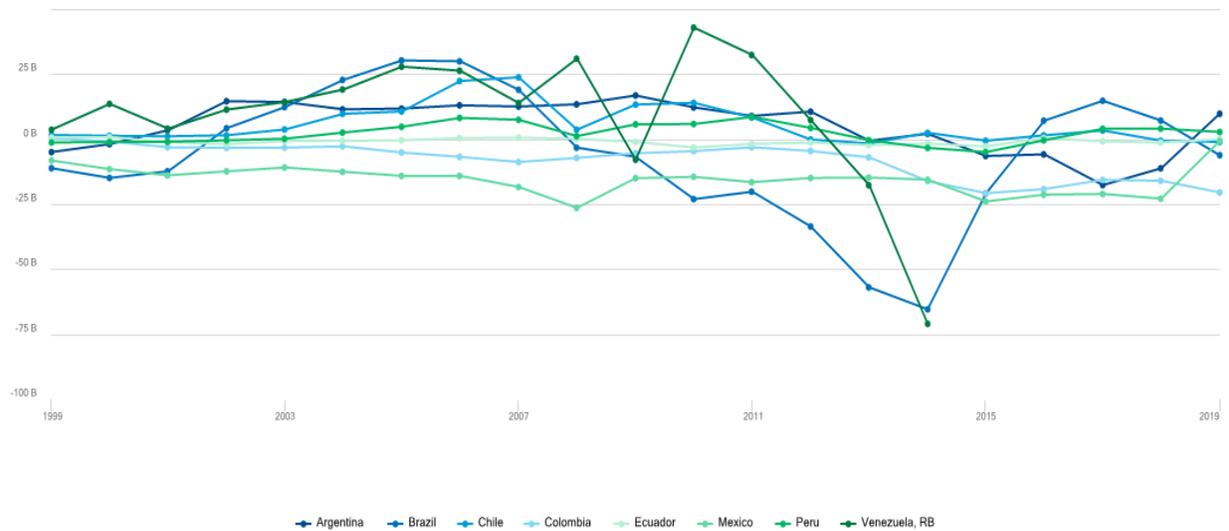
En la figura 1.1 se observa la evolución de la inversión extranjera directa en el periodo 2000-2019 para los países de Latinoamérica, donde la balanza comercial (figura 1.2) a partir del 2009 se vuelve negativa como consecuencia de mayores importaciones y la caída de los precios de los minerales. Sin embargo, este resultado no solo se restringe a la balanza comercial también, se da por las distintas coyunturas en el siglo XXI como: la crisis humanitaria en Venezuela, el escándalo de corrupción en Brasil o la crisis económica en Argentina han golpeado la credibilidad de dichos países, ¿de qué manera afecta esta fragilidad institucional en el riesgo de inversión en los países con conflictos políticos y económicos?

Figura 1.1 Evolución de la Inversión Extranjera Directa: Principales Economías de Latinoamérica 2000-2019 (Variación porcentual)



Fuente: Banco Mundial, 2020
Elaboración Propia

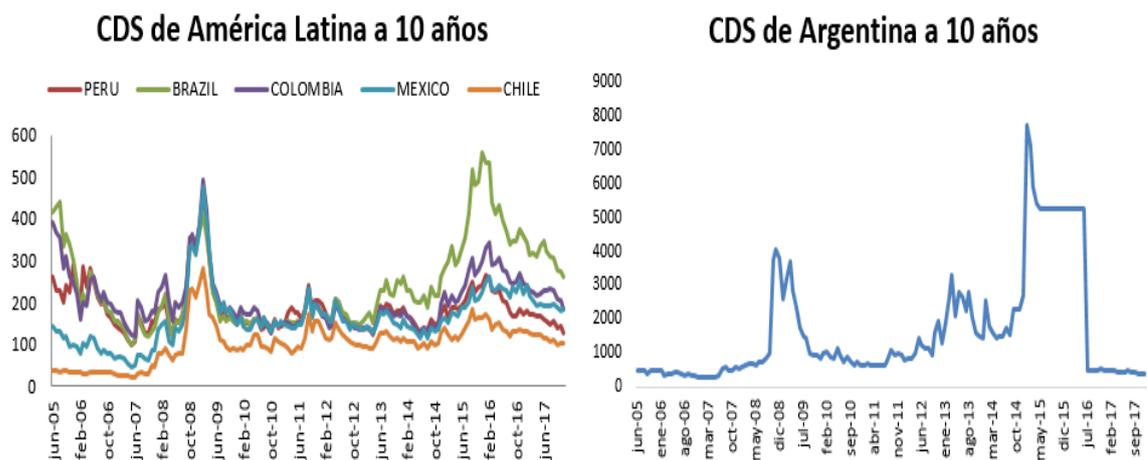
Figura 1.2 Balanza Comercial: Principales Economías de Latinoamérica 2000-2019



Fuente: Banco Mundial, 2020

La fragilidad de los problemas políticos y económicos se reflejan a través de los indicadores que cuantifican el riesgo país, en la figura 1.3, 1.4 y 1.5 se observa el cambio de la valoración de las CDS y EMBIG de los países de Perú, Brasil, Colombia México, Chile y Argentina, las transiciones abruptas se dieron en la crisis del 2008-2009, además de los problemas económicos de Brasil y Argentina en el 2015-2016. Estos últimos tienen un grave problema de corrupción en las más altas esferas de la política y empresarial, lo que ha mellado las instituciones gubernamentales, este efecto se transmite a los indicadores de riesgo país.

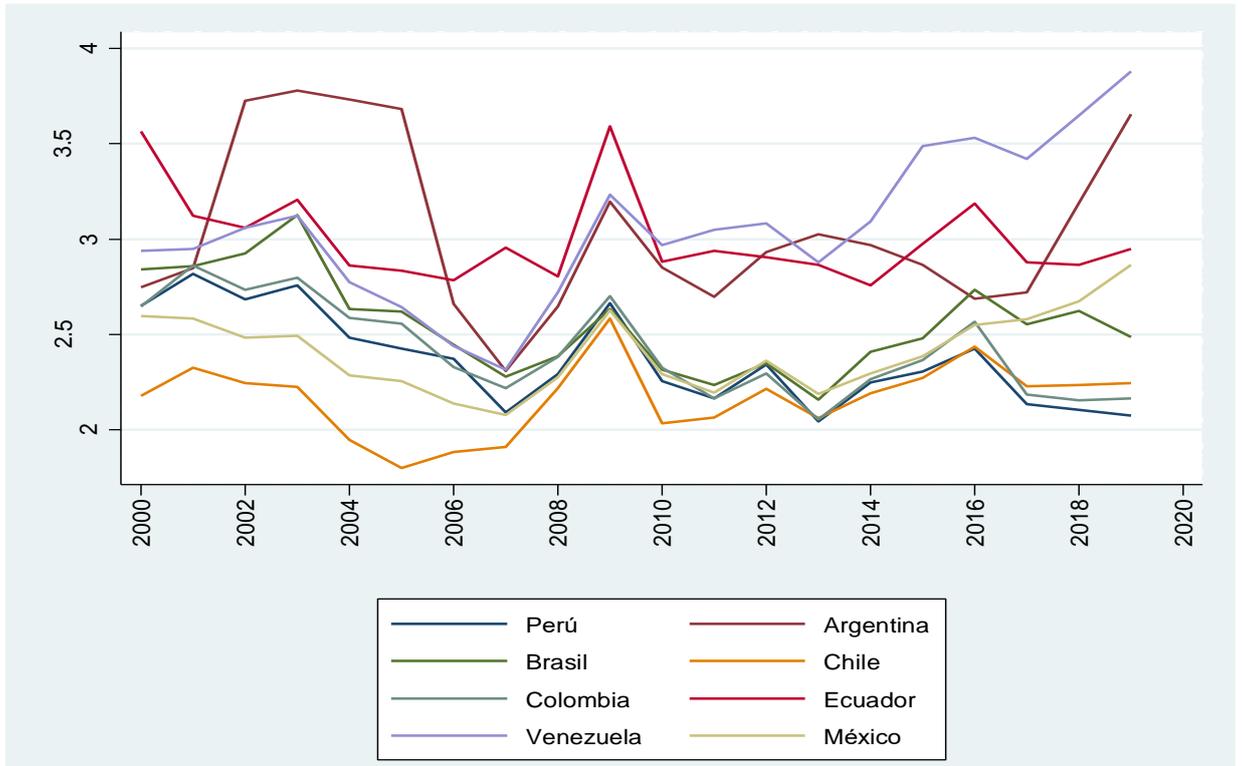
Figura 1.3 Credit Default Swaps de América Latina y Argentina



Fuente: Bloomberg, 2018

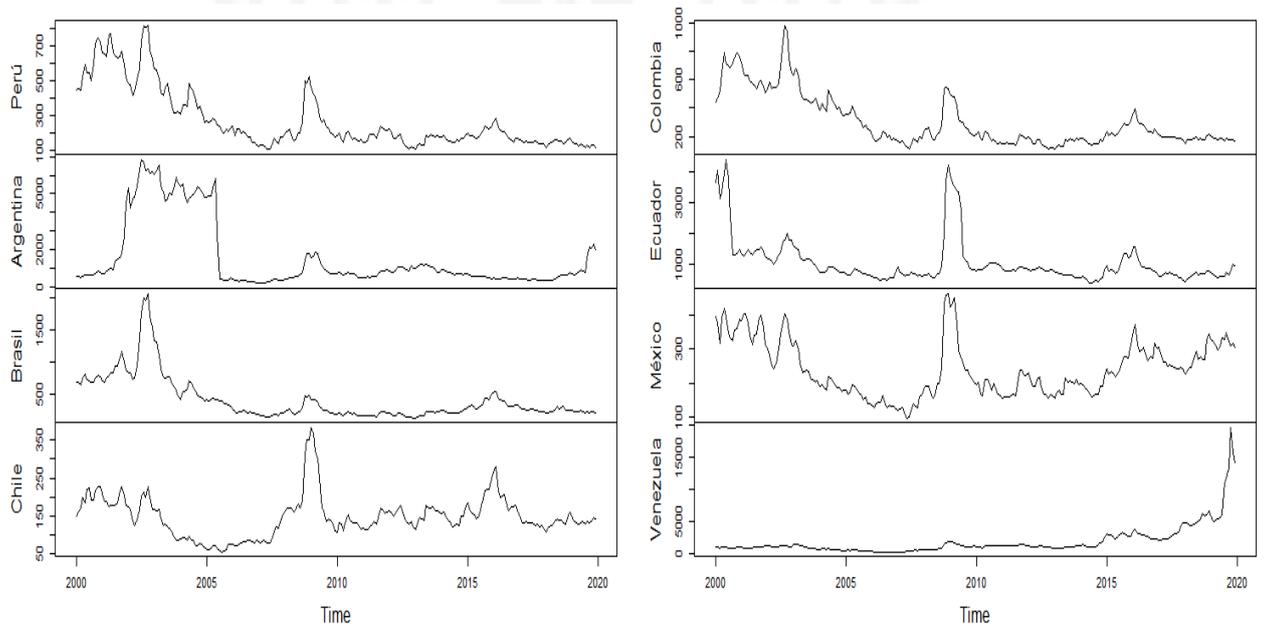
Elaboración Propia

Figura 1.3 Riesgo País Anualizado (EMBIG), 2000-2019



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú (2020), elaboración propia

Figura 1.4 Riesgo País Mensual



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú (2020), elaboración propia

Existen diversas instituciones internacionales (Heritage Foundation, World Bank y World Economic Forum) que realizan investigaciones para cuantificar las percepciones sobre la calidad de las instituciones gubernamentales y privadas, entre los indicadores analizados se encuentran voz y rendición de cuentas, estado de derecho, libertad de prensa, corrupción, doing business, competitividad, calidad regulatoria, estabilidad política y libertad económica. Los indicadores mencionados son realizados por el World Government Indicators (World Bank) y The Heritage Foundation ambas instituciones realizan sus estudios basados en encuestas de percepción. En la tabla 1.1 se evidencia los componentes del Índice de Calidad Institucional (ICI) que abarcan los indicadores mencionados que se miden de 0 a 1, donde el mayor número refleja una mejor posición.

Tabla 1.1 Posición de cada país latinoamericano según el Índice de Calidad Institucional 2019

Indicadores	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	Ecuador	Perú	México	Venezuela
Estado de derecho	0.4641	0.4402	0.8182	0.4067	0.2584	0.3349	0.3206	0.0096
Voz y rendición de cuentas	0.6569	0.6176	0.7941	0.4951	0.4118	0.5539	0.4314	0.1471
Libertad de prensa	0.5377	0.5276	0.7085	0.397	0.2663	0.5477	0.3015	0.1407
Corrupción	0.5278	0.3778	0.8556	0.4278	0.3611	0.3778	0.211	0.0667
Competitividad global	0.4286	0.4929	0.7714	0.5786	0.3929	0.5571	0.6786	0.1
Libertad económica Heritage	0.2111	0.1556	0.8944	0.7722	0.0889	0.7611	0.6556	0.011
Libertad económica Freaser	0.0185	0.111	0.9136	0.358	0.2222	0.7284	0.5	0.0062
Hacer Negocios	0.3789	0.4316	0.7105	0.6632	0.3579	0.6474	0.7211	0.0158
Política	0.5466	0.4908	0.7941	0.4316	0.3244	0.4536	0.3161	0.091
ICI	0.4029	0.3943	0.8083	0.5123	0.2949	0.5635	0.4745	0.0621

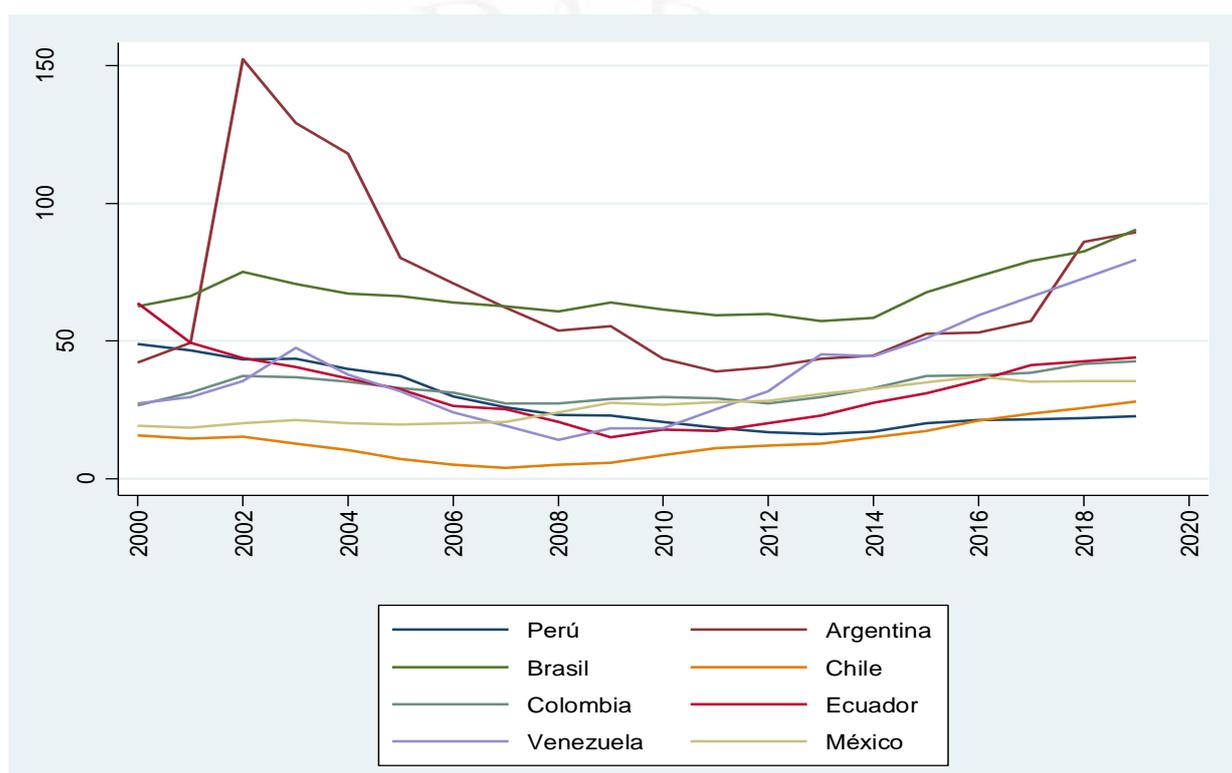
Fuente: Índice de calidad institucional (ICI) (2019), <https://cedice.org.ve/wp-content/uploads/2019/04/Indice-de-calidad-isntitucional-2019.pdf>

El país con peor desempeño institucional y mayor riesgo país es Venezuela, como consecuencia de su deterioro político, conflicto social e inestabilidad económica. En el lado opuesto tenemos a Chile con un rendimiento institucional comparado con países de primer de mundo, asimismo, su riesgo país esta por encima de Perú y Colombia como se refleja en la figura 1.4, esta evidencia puede ser relacionada con un mayor endeudamiento de su gobierno central que esta por encima de Perú pero por debajo de Colombia, pero lo más relevante se sitúa en el índice de percepción de corrupción, Chile esta 4 puntos arriba del promedio del resto de países del estudio, pero esta brecha no tiene un mayor efecto sobre el riesgo país.

Perú en los últimos dos años ha vivido sus puntos más álgidos en materia de corrupción política y económica, sin embargo, estos hechos no influyeron en un mayor riesgo país, por el contrario, paso de 147 puntos básicos en el 2018 a 129 en el 2019.

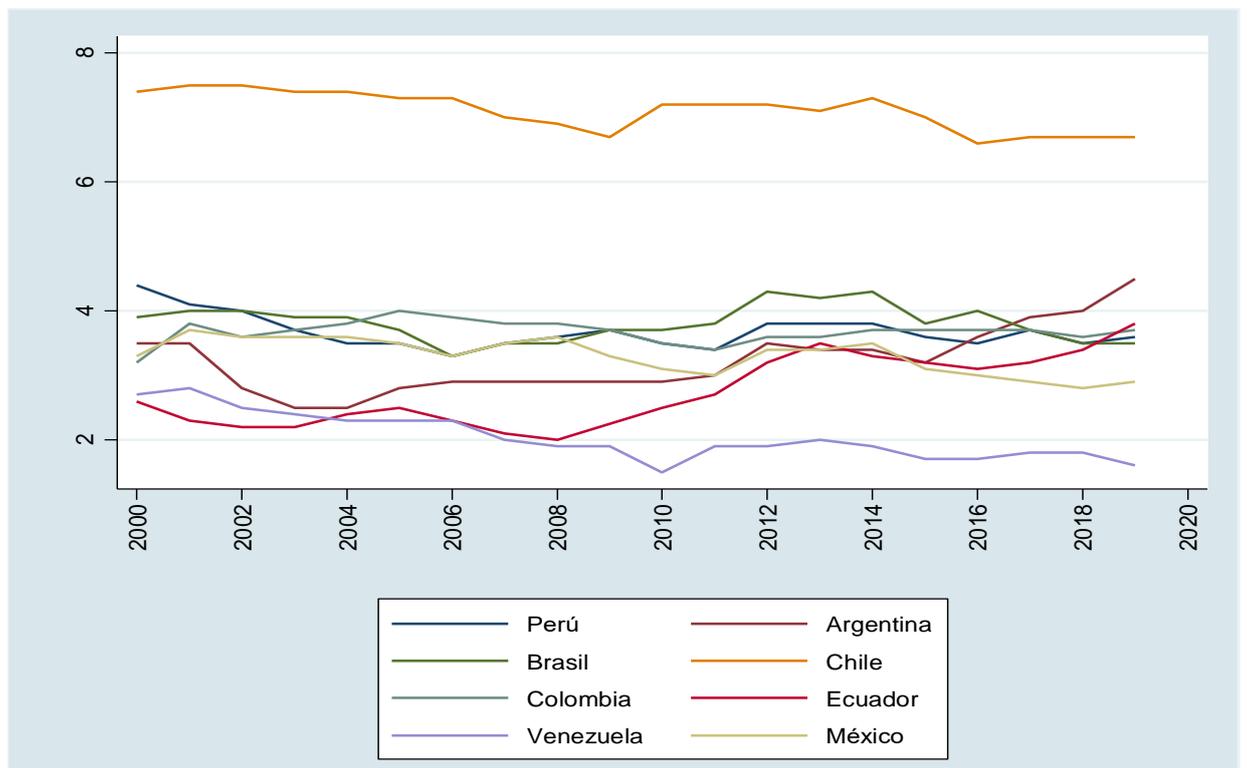
Uno de los objetivos de esta investigación tiene la motivación de ver la incidencia de la corrupción y la deuda pública sobre el riesgo país, las figuras 1.6 y 1.7 brindan un primer alcance sobre el mayor impacto de la deuda pública sobre el riesgo país.

Figura 1.5 Deuda del Gobierno Central (% PBI)



Fuente: Banco Mundial, 2020

Figura 1.6 Índice de Percepción de Corrupción Transparencia Internacional



Fuente: Banco Mundial, 2020

CAPÍTULO II: REVISIÓN DE LITERATURA

El desempeño de las instituciones siempre fue parte del desarrollo económico en la historia de los países prósperos. En la Europa medieval, el surgimiento de ciudades o estados independientes exitosos, en particular en el norte de Italia, demostró la importancia del buen gobierno para el bienestar económico y la prosperidad (Stosberg, 2005).

Según Stosberg, (2005), la economía ortodoxa ignoró durante mucho tiempo los procesos inherentes al sistema político de los países como determinantes de los resultados económicos. En cambio, el estado y el gobierno fueron tratados como entidades monolíticas que se suponía que eran benevolentes y buscaban promulgar políticas que maximizaran el bienestar de la sociedad.

Por otro lado, los economistas de la Public-Choice-School renunciaron primero a estos supuestos y basaron sus escritos en la hipótesis central de que los gobiernos interesados están maximizando sus propias funciones de utilidad en lugar del bienestar social (Tullock, 2002). La Nueva Economía Institucional (NEI) y la Economía Constitucional van un paso más allá al analizar la optimización y la elección de las reglas, así como su impacto en el comportamiento económico. La NEI destaca el importante papel de las instituciones para el proceso de desarrollo y crecimiento económico. Rostow (1990) el papel crucial desempeñado por los factores sociopolíticos en la determinación de los costos de negociación, contratación, monitoreo y ejecución ha alcanzado el estatus de sabiduría convencional no solo en la historia económica sino también en la teoría del desarrollo.

El análisis de Rostow (1990) fundamenta que el sistema político de un país puede definirse como un conjunto de instituciones que guían el funcionamiento actual del gobierno y su evolución futura, además, proporciona la estructura de gobierno de una sociedad. Por lo tanto, el sistema político es la fuente principal de regulaciones formales, legalmente sancionadas y cambios institucionales. Considera el sistema político como una parte importante del entorno institucional, que influye profundamente en las perspectivas de desarrollo de los países, al definir el marco básico para las acciones de

los actores económicos privados. “Una teoría de las instituciones también implica inevitablemente un análisis de la estructura política de una sociedad y el grado en que esa estructura política proporciona un marco de aplicación efectiva”. (North, 1986, p.231)

El marco de aplicación se ajusta al cumplimiento de los acuerdos y sus costos entre instituciones privadas y públicas con la finalidad de no ocasionar ningún detrimento al bienestar social y económico, en ese sentido Coase (1937) argumenta que todo intercambio implica costos de transacción para la negociación, control y cumplimiento de contratos. En las economías de mercado desarrolladas, el intercambio económico generalmente tiene lugar en un marco impersonal. Enfrentados a los altos costos de transacción, las personas limitan su intercambio, lo que, en igualdad de condiciones, da como resultado un menor bienestar social.

Una fracción importante de los costos totales de transacción son los costos de la ejecución del contrato. Para permitir un intercambio que mejore la riqueza, las partes en un intercambio deben hacer cumplir los contratos a un costo que mantenga la acción valiosa para ellos. Si bien las transacciones simples en el mercado al contado generalmente son autoejecutables, los acuerdos contractuales complejos requieren una aplicación eficiente de terceros. La aplicación de terceros involucra a una parte neutral con la capacidad de medir los atributos de un contrato y hacer cumplir los acuerdos de tal manera que la parte infractora tenga que compensar a la parte perjudicada en un grado que haga costoso violar el contrato. El riesgo de contratos a largo plazo, por ejemplo, donde los contratados pueden ser confrontados con el comportamiento oportunista de la otra parte, se puede mitigar de manera eficiente si existe una institución neutral para la solución de controversias. Por lo tanto, las instituciones de ejecución evolucionan a partir de la necesidad de reducir el costo transaccional de la actividad económica privada (Coase, 1937).

Coase (1998) afirma que las instituciones de cumplimiento de contratos privados son las que desarrollaron históricamente los organismos del estado y se convirtieron en la piedra angular de un sistema de aplicación del cumplimiento de los compromisos. El entorno institucional de un país, que es la suma de las limitaciones nacionales diseñadas por el ser humano, opera esencialmente como una herramienta para facilitar la confianza y con ella se puedan superar los altos costos de transacción. Las instituciones nacionales se convierten en un determinante importante de la actividad económica nacional porque dan forma a los incentivos de los individuos y permiten una contratación más compleja.

De ello se deduce que el sistema político es una parte decisiva de la estructura institucional de una sociedad, que tiene un impacto importante en sus perspectivas de desarrollo económico y las actividades de los actores económicos privados. Los riesgos políticos para los inversores surgen cuando la estructura institucional del país anfitrión potencial es inadecuada, ya que el entorno institucional de una sociedad con sus reglas formales que forman un marco para las decisiones de inversión privada (Stosberg, 2005).

Sin contratos bien desarrollados y sin forma de hacer cumplir los acuerdos entre diferentes grupos sociales, es poco probable que surja la especialización en formas que conduzcan a la producción y al desarrollo económico. Frente a un marco institucional inadecuado, los incentivos de los actores privados para invertir son bajos y la acumulación de capital se verá afectada negativamente.

La inversión es uno de los determinantes clave del crecimiento económico y el bienestar. Si, por ejemplo, los derechos de propiedad no se asignan y protegen adecuadamente, los incentivos a la inversión privada son más bajos, lo que da como resultado, en igualdad de condiciones, un menor crecimiento. Por lo tanto, el análisis de riesgos políticos es esencialmente un análisis del entorno institucional para la inversión privada. En consecuencia, el clima de inversión de un país puede definirse como el entorno político, institucional y de comportamiento, tanto presente como esperado, que afecta los rendimientos y los riesgos asociados con la inversión.

Agca et al. (2013) los riesgos ligados con las inversiones dependen de la calidad institucional en los países en desarrollo, la ineficiencia de las instituciones ha dificultado que las empresas aumenten el capital de deuda externa necesario para el crecimiento. Las instituciones eficientes brindan las leyes que dan forma a los contratos financieros con respecto a los bancos que protegen los derechos de los acreedores, mejoran la disponibilidad de préstamos y alientan a los prestamistas a proporcionar capital de deuda a las empresas (Qian y Strahan, 2007). Del mismo modo, las instituciones legales eficientes son importantes para el crecimiento de las empresas, y las empresas que operan en países con instituciones sólidas pueden obtener capital externo y crecen más rápido (Demirguc-Kunt y Maksimovic, 1999).

Sin embargo, los países con instituciones débiles en términos de normas legales, baja protección de los inversores y baja calidad de la aplicación de la ley probablemente se caractericen por mercados de capital más estrechos (La Porta et al., 1997), lo que limita

el capital disponible para que las empresas financien inversiones rentables que aumentan los rendimientos de los accionistas. Del mismo modo, las instituciones débiles, las ineficiencias legales, la protección débil de los derechos de propiedad en conjunto suman un alto indicador de riesgo país que se identifica como el principal factor que limita el crecimiento del capital de las empresas (Papaionannou, 2009). Las instituciones débiles distorsionan la capacidad de los prestamistas para canalizar recursos para financiar inversiones rentables de manera eficiente (Law et al., 2014). Por otro lado, Berkowitz et al. (2015) declara que los derechos de propiedad forman parte de la calidad de las instituciones, ya que el respeto por los bienes físicos de las personas genera confianza en las inversiones. La calidad institucional aumenta significativamente el valor de la empresa debido a sus impactos tanto en la inversión a nivel de empresa como en las decisiones de financiación, lo que confirma la importancia de la protección de los derechos de propiedad.

De acuerdo con la teoría del lado de la oferta que se incluye en gran medida en la literatura de derecho y finanzas, la fuerte protección de los acreedores, que es un subconjunto de la calidad institucional, induce a los prestamistas a proporcionar crédito en términos más favorables (La Porta et al., 1997), lo que resulta que las empresas usen más deuda en vez de descapitalizarse. A medida que mejora la calidad institucional, el indicador de riesgo país de los países en desarrollo disminuye, los prestamistas están más dispuestos a otorgar créditos (por ejemplo, capital de deuda) a las empresas. Además, la teoría de compensación sostiene que la decisión de las empresas de utilizar más deuda es el resultado de la compensación entre los costos (por ejemplo, los costos de bancarrota) y los beneficios (protección fiscal contra los intereses) de la deuda (Myers, 1984). Con base en la teoría de compensación, se esperaría más deuda en entornos institucionales, con mayor protección fiscal y menores costos de bancarrota.

Por lo tanto, al mantener constantes los activos y los planes de inversión de las empresas, es más probable que las empresas en países en desarrollo con instituciones fuertes, cumplimiento legal y menor riesgo país, aumenten la deuda en su estructura de capital porque una mejor calidad institucional alienta a los prestamistas a prestar dinero y reduce los costos de bancarrota, lo que hace que las empresas usen más deuda para aprovechar los beneficios de la protección fiscal de los intereses de la deuda.

La asimetría de la información ha convertido la selección adversa en un problema grave en el mercado crediticio (Stiglitz y Weiss, 1981). Además, Chen et al. (2017)

aportaron más pruebas de que el problema es más grave para los bancos extranjeros. Las mejores instituciones políticas mejoran el entorno de la información y reducen la asimetría de la información en el mercado crediticio, obteniendo menor rating de riesgo país.

Bushman et al. (2004) indicaron que se puede divulgar más información de la compañía cuando un país tiene instituciones políticas más democráticas. En un entorno más transparente, los gerentes bancarios pueden verificar efectivamente la calificación crediticia del prestatario, reduciendo así la probabilidad de una selección adversa. Además, las instituciones políticas sólidas pueden reducir los casos de selección adversa a través de demandas crediticias más fuertes. Chen et al. (2011) y Boubakri et al. (2013) descubrieron que las demandas de crédito tienen más probabilidades de aumentar cuando un país tiene instituciones políticas sólidas. En este caso, los bancos extranjeros pueden seleccionar proyectos de bajo riesgo de una variedad de empresas de préstamos de dinero, reduciendo así los niveles de toma de riesgos de un banco. Por lo tanto, las instituciones políticas más sólidas conducen a mejores sistemas de divulgación de información y demandas de inversión más fuertes, lo que resulta en niveles más bajos de toma de riesgos por parte de bancos extranjeros.

2.1 Calidad Institucional

En las últimas dos décadas, una gran cantidad de estudios (Frey y Stutzer, 1999; Hall, Sobel y Crowley, 2010; Boubakri, Mansi y Saffar, 2013; Wang y Sui, 2019; Huang, Lin y Yang, 2019) han explorado el papel de las instituciones en el desarrollo democrático y como aumentan el bienestar social y económico, además que los países con aumentos en el capital físico y humano generan una mayor productividad si cuentan con instituciones eficientes, por otro lado, la toma de riesgo corporativos es mayor en países que cuentan con instituciones sólidas, también las instituciones políticas de un país tienden a fortalecer aún más la estabilidad de los bancos extranjeros cuando el país anfitrión tiene instituciones legales sólidas.

Para que esto sea posible, un número considerable de indicadores institucionales de calidad ha sido elaborado por instituciones multilaterales, agencias calificadoras de riesgo, centros académicos y organizaciones no gubernamentales (Heritage, 2019; WGI, 2019). Dado el alcance del repertorio disponible, no es sorprendente que sus

características y niveles de calidad difieran mucho entre los indicadores. Sin embargo, la mayoría de ellos carecen de un marco teórico que vincule el indicador a los criterios de calidad institucional previamente definidos. ¿Cómo define la calidad de una institución? Para responder a esta pregunta, debemos considerar las funciones que cumple una institución.

Aoki (2001) propone que las instituciones se pueden ver como un contrato intertemporal que da forma a los comportamientos o como un sistema de creencias compartidas sobre el equilibrio de un juego jugado repetidamente. Por lo tanto, las buenas instituciones serán aquellas que estimulen las actividades de los agentes con un alto rendimiento social. Por otro lado, las instituciones deficientes son aquellas que estimulan conductas socialmente inútiles o improductivas, como por ejemplo las actividades de búsqueda de rentas. Además, Greif (2006) adiciona que las instituciones responden a problemas derivados de la interacción social en un mundo incierto, donde los agentes toman decisiones no coordinadas bajo un marco de información imperfecta. En este contexto, las instituciones constituyen un mecanismo para reducir los comportamientos discrecionales y limitar el oportunismo. También, dado que dan forma a los comportamientos sociales, las instituciones fomentan la acción colectiva, reduciendo los costos de coordinación. Sin embargo, no se puede dar por hecho que las instituciones siempre sean una respuesta eficiente a los costos de transacción social. También son un mecanismo a través del cual los actores sociales expresan sus estrategias. Por lo tanto, ni una sociedad tiene necesariamente todas las instituciones que necesita ni las existentes son necesariamente óptimas.

Dado que las instituciones realmente no funcionan si no son capaces de dar forma a las conductas, para evaluarlas es importante analizar no solo las reglas que definen las instituciones, sino también las motivaciones de los individuos para cumplirlas. Por lo tanto, es tan relevante estudiar el marco de incentivos en el que operan los agentes y por qué se comportan de acuerdo con ellos. Es necesario saber por qué se observan algunas reglas mientras que otras no. Por lo tanto, la legitimidad de las instituciones se convierte en una característica básica que condiciona su efectividad.

Aoki (2001) argumenta que las instituciones tienen dos funciones básicas económicas: por un lado, reducir los costos de transacción, otorgar certeza y previsibilidad a la interacción social; por otro lado, aliviando la coordinación de los

agentes económicos. Si se tienen en cuenta estas funciones, la calidad institucional debe definirse mediante cuatro propiedades básicas.

- Eficiencia estática: la capacidad de la institución para promover equilibrios eficientes que logren los máximos rendimientos sociales permitidos por la frontera tecnológica.

- Credibilidad (o legitimidad): la capacidad de la institución para definir contratos creíbles inter-temporales. Es decir, es la capacidad de la institución para generar un marco normativo que verdaderamente modula el comportamiento de los agentes de manera efectiva, de modo que los haga internalizar los incentivos (y sanciones) en su conducta.

- Seguridad (o previsibilidad): una institución cumple su función si reduce la incertidumbre asociada a la interacción humana. De hecho, una de las funciones institucionales es otorgar un mayor nivel de seguridad y estabilidad a las relaciones sociales al disminuir los costos de transacción.

- Adaptabilidad (o eficiencia dinámica): es decir, la capacidad institucional para anticiparse a los cambios sociales o, al menos, para generar los incentivos que faciliten el ajuste de los agentes a estos cambios.

Por otro lado, las instituciones se miden por la democracia, el buen gobierno o la calidad del gobierno (CG) han sido objeto de mucha atención en los círculos que tratan con los países en desarrollo. CG ahora es utilizado por muchas agencias nacionales de desarrollo y organizaciones internacionales como el Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional (FMI) y las Naciones Unidas para evaluar el estado de los países en desarrollo. En 1996, la preocupación del FMI con el desarrollo podría resumirse en la siguiente declaración:

Promover la buena gobernanza en todos sus aspectos, incluso asegurando el estado de derecho, mejorando la eficiencia y la rendición de cuentas del sector público, y abordando la corrupción, como elementos esenciales de un marco dentro del cual las economías pueden prosperar. (FMI, 1997, p.4)

La calidad de gobierno describe los arreglos institucionales que regulan los mercados financieros. Estas instituciones componen los órganos legales, políticos y de supervisión que proporcionan cohesión y orden en las actividades comerciales. El

funcionamiento equitativo del proceso legal, el grado de estabilidad política, el nivel de corrupción sistemática, la altura de la voz y la responsabilidad, el estado de derecho y la calidad de la regulación son factores que definen la calidad de estas instituciones y su capacidad para supervisar los mercados financieros (Kaufmann, 1999). CG tiene implicaciones importantes en el trato de las empresas e instituciones y el costo asociado con tales interacciones.

El entorno CG puede aumentar las ganancias para los accionistas al reducir los costos de transacción y de agencia. La bibliografía inicial sobre CG se centra en el costo de la agencia a nivel de empresa que surge de la estructura de delimitación de propiedad y control de las empresas. Por otro lado, el trabajo seminal de Jensen y Meckling (1976) descubrió que los mecanismos de gobierno corporativo en sí mismos están sujetos a diversas interpretaciones y grados de ejecutividad débiles y que el nivel de protección de los inversores que tales mecanismos fueron diseñados para promover, podría deteriorarse frente a las disposiciones estructuralmente impecables de gobernanza. Por lo tanto, la fortaleza de tales mecanismos descansaba únicamente en la capacidad de las empresas para adherirse a ellos. En consecuencia, la aplicabilidad de las disposiciones contractuales se convirtió en la primera extensión en la concepción y comprensión del conflicto de agencia entre gerentes y accionistas. Sin embargo, en la bibliografía reciente (La Porta et al. 1998; Asongu, 2011; Agbor, 2011), proponen que el enfoque se ha desplazado del gobierno corporativo específico a los entornos de gobierno a nivel de país.

Más allá de la interacción entre empresas e instituciones derivada del costo de la agencia, los costos de transacción han sido descuidados en muchos puntos de vista centrados en el mercado de la estructura económica. North (1994) argumentó que los derechos de propiedad estrechamente definidos y sus costos efectivos son requisitos importantes para las transacciones de bajo costo que son primordiales para las economías productivas.

La naturaleza del incumplimiento estratégico, por el cual un gobierno solvente se niega a pagar la deuda, resalta la importancia de la calidad institucional en el incumplimiento soberano que forma parte del riesgo país. North (1990) señala que las instituciones reflejan las restricciones formales de una sociedad (reglas, leyes y constituciones), restricciones informales (normas de conducta, convención y códigos de conducta autoimpuestos) y características de aplicación. Es decir, las instituciones ejemplifican las reglas del juego en una sociedad.

Acemoglu y Johnson (2005) indican además que las instituciones controlan las principales actividades económicas en una sociedad y la distribución de recursos en el futuro y son importantes en la formulación e implementación de la política gubernamental. Acemoglu, Johnson y Robinson (2001) sugieren que los países con instituciones de mejor calidad adoptan políticas gubernamentales menos distorsionantes, más sostenibles y eficientes para beneficiar a la economía en general. También suelen asociarse con una mayor protección de los derechos de los acreedores, una mayor exigibilidad de los contratos y sistemas jurídicos mejor desarrollados, por ejemplo, La Porta et al. (1998). Por lo tanto, es menos probable que los países bien gobernados incumplan los contratos de deuda soberana y sufran los costos resultantes del incumplimiento soberano que son perjudiciales para el rendimiento económico futuro y el riesgo país. Dichos países tienen menos incentivos para implementar un default estratégico. En consecuencia, esperamos que la calidad de las instituciones gubernamentales juegue un papel importante en la explicación de la probabilidad de incumplimiento de las deudas soberanas. Es decir, los países con buena calidad institucional tienden a reducir los costos esperados del incumplimiento soberano al evitar la ocurrencia de incumplimiento estratégico, lo que a su vez reduciría su probabilidad de incumplimiento y el riesgo país. Lo opuesto se aplica a los países mal gobernados.

Por otro lado, existe la capacidad del poder judicial para hacer cumplir los derechos contractuales de los accionistas que incide en la posibilidad de expropiación gerencial, en última instancia, en la rentabilidad de las empresas. En esta línea de pensamiento, (La Porta et al. 1998) argumentan que la mejora de las reglas de gobierno corporativo, sus ejecuciones y la calidad de las normas de contabilidad da como resultado una mayor dependencia del financiamiento bursátil por parte de las empresas. Más aún, los factores judiciales directamente infringen la cantidad de recursos corporativos desviados por los gerentes y permiten a los accionistas la posibilidad de monitorear a los gerentes a un menor costo. Los sistemas legales que apoyan la protección de los inversores tienden a mejorar la cantidad de fondos que los inversores con aversión al riesgo están dispuestos a canalizar hacia las empresas. Algunos autores han señalado la importancia de los entornos jurídicos y los estándares corporativos en las inversiones de los gestores de fondos (Aggarwal et al., 2002).

Los beneficios de las mejoras judiciales incluyen no solo la ampliación del mercado de valores, sino también una mayor integración con los mercados financieros

mundiales a través del atractivo de la afluencia de capital. Pero aumentar la integración puede reducir la importancia de la calidad de la regulación de valores. De acuerdo con (Hooper et al. 2009) el aumento de la integración del mercado reduce significativamente el costo del capital.

Hail y Leuz (2003) investigan en qué medida el efecto de las instituciones legales y la regulación de valores difiere según la regulación del mercado y el progreso económico. Suponiendo que los inversores puedan invertir libremente en todo el mundo, la calidad de la regulación de valores de un país en particular puede ser menos importante. Tanto desde la evidencia teórica como empírica, los factores específicos del país pierden importancia en la fijación de precios de los activos a medida que los mercados se integran más (Bekaert y Harvey, 1995; Stulz, 1999). Sin embargo, se debe tener en cuenta el hecho de que la precedencia de esta creciente integración son los beneficios de la aplicación judicial y la CG ambiental. Hail y Leuz (2003) evalúan las diferencias internacionales en el costo del capital de las empresas en 40 países. Los autores analizan si las diferencias en las instituciones legales de los países (y en particular la regulación de valores) están sistemáticamente relacionadas con el costo internacional de las variaciones de capital. Sus hallazgos revelan que las empresas en países con instituciones legales sólidas tienen un costo promedio de capital más bajo que aquellos en países con sistemas legales débiles, después de controlar por factores de riesgo y de país. En esencia, el costo del capital es sistemáticamente menor en los países con una fuerte regulación de valores que tienen amplias reglas de divulgación y una fuerte aplicación legal. Por lo tanto, los efectos son más altos para las instituciones que exigen revelación a los inversionistas y también están presentes para aquellas instituciones que facilitan la ejecución de contratos financieros, ya sea al reducir la carga de la prueba en litigios de valores o al proporcionar tribunales efectivos.

Rosenberg y Birdzell (1986) postulan que la aparición de Londres como centro financiero mundial fue posible gracias a la reputación de equidad que los tribunales ingleses y el derecho consuetudinario habían adquirido en el siglo XX. La experiencia de las economías en transición y el papel central que desempeñan las instituciones legales en el funcionamiento de los mercados se ha debatido abundantemente (La Porta et al. 2000). La experiencia rusa ha demostrado que los inversores extranjeros están dispuestos a proporcionar fondos y muy necesarios a expertos en gestión a empresas recién

privatizadas solo si la infraestructura legal y política es adecuada para frenar la corrupción entre los funcionarios del gobierno y limitar los riesgos de expropiación.

2.2 Riesgo País

2.2.1 Riesgo País y Soberano

Las empresas dedicadas a actividades comerciales en el extranjero no solo están expuestas a incertidumbres en los mercados de divisas, sino que también son susceptibles a eventos adversos en el país anfitrión con respecto al clima político, el entorno económico, la situación financiera y la institución social. Wang (2009) afirma:

Que el desempeño y los intereses financieros de una empresa se vean afectados negativamente por los eventos e incertidumbres en el clima político, el entorno económico, la situación financiera y la institución social del país anfitrión se conoce como riesgo país. Si bien los factores que contribuyen al riesgo país tienen efectos de largo alcance en las multinacionales, hay poco consenso en la identificación y la importancia relativa de los factores de influencia y los efectos sobre los intereses financieros y el desempeño de una multinacional son difíciles de medir y cuantificar. Por lo tanto, el análisis del riesgo país requiere un amplio conocimiento y experiencia en la sociedad del país anfitrión más allá de consideraciones financieras definidas de manera limitada. (p. 303)

Según Wang (2009), el riesgo soberano se refiere al riesgo de que un gobierno anfitrión o poder soberano incumpla sus obligaciones de pago, es decir, un gobierno anfitrión o poder soberano puede repudiar unilateralmente sus obligaciones extranjeras o puede impedir que las empresas locales cumplan con sus obligaciones extranjeras. Se puede considerar que el riesgo país ha abarcado el riesgo soberano en cierta medida. Es decir, el riesgo país cubre la mayoría de los elementos para el análisis de riesgo soberano, pero el análisis de riesgo país no elabora estos elementos con gran detalle como lo hace el análisis de riesgo soberano. Aunque los factores que determinan el riesgo soberano son más fáciles de cuantificar que los del riesgo país, el análisis del riesgo soberano aún implica un juicio sustancial basado en el conocimiento y la experiencia de la agencia de calificación del país anfitrión.

2.2.2 Determinantes del Riesgo País

Wang (2009) Clasifica los factores que determinan el riesgo país en cuatro grupos: el clima político, el entorno económico, la situación financiera y la institución social. El factor clima político se refiere a la estabilidad, madurez y funcionamiento del sistema político; la representatividad y colectividad del gobierno; la escala del conflicto interno: relaciones raciales, guerra civil o insurgencia; y las condiciones de las relaciones internacionales: sanciones impuestas por razones políticas, disputas fronterizas o conflictos militares con países vecinos. Wang (2009) afirma:

El entorno económico tiene que ver con las etapas de desarrollo económico: PBI per cápita y crecimiento del PBI; estabilidad económica: inflación, desempleo y provisión de seguridad social; infraestructura: el sistema de comunicaciones, las habilidades de la fuerza laboral, la competitividad de la industria, la madurez del sector de servicios y la eficiencia de los departamentos y agencias gubernamentales; fiscalidad: consistencia y niveles de los gravámenes fiscales, e incentivos fiscales para la inversión extranjera y para ciertas industrias; gestión macroeconómica: formación, implementación y efectividad de la política monetaria y fiscal; y relaciones económicas internacionales: comercio internacional, balanza de pagos, arreglos cambiarios y reservas extranjeras. (p. 306)

Ribeiro (2000) propone una discusión relevante del riesgo de incumplimiento para los mercados emergentes, las dificultades para evaluar y medir la probabilidad de una crisis nacional son esenciales para las calificadoras de riesgo (Standard & Poor's, Fitch, y Moody's). El concepto de riesgo país es importante porque hacer negocios en los mercados emergentes va de la mano con el riesgo y la incertidumbre de estos mercados (Gorfinkiel y Lapitz, 2005).

Nath (2008) propone que el riesgo país se refiere a la voluntad y capacidad de los países de mercados emergentes de cumplir con sus obligaciones financieras. Esta no es solo una tarea para los bancos sino también para las multinacionales una vez que tienen operaciones transfronterizas. Si invierten en entidades extranjeras, enfrentarán riesgos asociados con su proyecto, riesgos al tratar con monedas extranjeras y sus riesgos de financiamiento. Todas las actividades internacionales que cruzan las fronteras políticas de los estados nacionales soberanos dan lugar a un concepto de riesgo único: el riesgo

país, que representa el impacto potencialmente negativo del entorno de un país en el flujo de efectivo de las multinacionales.

Para una multinacional, este concepto se puede usar para monitorear países en los que actualmente está haciendo negocios. Este análisis de riesgo país también ayudará a su expansión internacional. El análisis de riesgos puede ayudar a las multinacionales a evitar hacer negocios en países con un riesgo excesivo.

Del mismo modo, un banco debe conocer sus reclamaciones sobre todos sus clientes en un sector particular, como alimentos, materias primas, transporte, etc. Del mismo modo, el banco debe conocer sus reclamaciones en un país específico. Esto ayudará al banco a administrar su cartera crediticia.

Walewski (2003), la diferencia entre la medición de la exposición de un banco al riesgo asociado con una compañía o industrias específicas y su exposición al riesgo país es que esta última se ocupa de los flujos financieros transfronterizos. Además, en la actualidad, identificar, medir y mitigar el riesgo país para los mercados emergentes se está convirtiendo en una profesión para la industria bancaria y la academia también.

Además, para los bancos, la evaluación de los riesgos para los países de mercados emergentes es importante porque está vinculada a las disposiciones requeridas por un banco central. Esto implica que, además del riesgo crediticio real para un prestatario individual, es necesario, especialmente a largo plazo, reservar dinero para contabilizar el posible riesgo crediticio estimado para ese país. Existe, por lo tanto, en términos bancarios, una prima de riesgo país en el precio cotizado a un préstamo transfronterizo.

Parece no ser tan difícil dar una definición 'académica' de riesgo país: el riesgo país es el bajo rendimiento macroeconómico de los países / economías debido a errores de política, liquidez en el nivel nacional y cambios políticos.

Para un banco, el riesgo país es la exposición a una pérdida en préstamos transfronterizos causados por eventos en un país en particular que, al menos hasta cierto punto, están bajo el control del gobierno, pero definitivamente no están bajo el control de una empresa privada o individual.

El riesgo país según Nagy (2014) es una contraparte soberana que no puede o se niega a cumplir con las obligaciones financieras internacionales o impone restricciones a los residentes para cumplir con sus obligaciones financieras internacionales. Además,

los prestatarios del país en cuestión no cumplen sus obligaciones como resultado de crisis que surgen acontecimientos como guerras, disturbios políticos y sociales y desastres naturales, o de una política de deficiencias de las autoridades nacionales con respecto al establecimiento de políticas macroeconómicas y/o estabilidad financiera.

En esencia, el riesgo país consiste tanto en el riesgo de transferencia como en el riesgo de desempeño soberano. El riesgo de desempeño soberano es la fortaleza financiera total del país para honrar su deuda externa. Esto está relacionado con la evolución de los indicadores macroeconómicos clásicos. El riesgo de transferencia se refiere al problema de liquidez debido a un fuerte cambio en la tasa de cambio y / o en los niveles de reservas internacionales del país en los próximos meses. Implica la posibilidad de que el prestatario no pueda convertir la moneda nacional en moneda extranjera, u obtenga permiso para remitir esa cantidad a su contraparte extranjera. En consecuencia, los riesgos de transferencia son la capacidad del gobierno para financiar sus deudas con las divisas disponibles.

Un país puede pasar por problemas de liquidez sin impacto en su solvencia o puede tener una situación de liquidez sólida, pero debilidades estructurales que afectan su solvencia a largo plazo.

Un ejemplo relevante puede ser un proyecto que pueda generar con éxito flujos de efectivo locales, pero sin divisas el gobierno no podrá pagar su deuda externa. Imagínese la posibilidad de que, aunque el proyecto en un país de mercados emergentes genera buenos ingresos en moneda local, que es suficiente para cumplir con las obligaciones financieras contractuales, el gobierno, sin embargo, no tiene la moneda fuerte disponible para permitir el envío deuda. Tal riesgo de transferencia es parte del riesgo país.

Se supone que el riesgo país como tal se refleja en la calificación crediticia soberana (calificación de riesgo país). Muchas compañías de calificación crediticia publican dicha calificación de forma regular. Muchos bancos también tienen su propio sistema de calificación y lo utilizan para la orientación interna del límite del país.

El riesgo país no solo se puede medir, sino que también puede fijar un precio. En los mercados financieros, este riesgo se refleja en los diferenciales de rendimiento para el precio de mercado de los bonos soberanos.

2.3 Principales ratings de riesgo país

2.3.1 Standard & Poor's

Al igual que otras compañías de calificación crediticia para la evaluación del riesgo país, Standard & Poor's utiliza criterios globales para evaluar el riesgo soberano. El análisis se aplica en cinco áreas principales: entorno político, perspectivas económicas, flexibilidad fiscal, política monetaria y finanzas externas (Standard & Poor's, 2013).

El riesgo político es el riesgo de cambio en un gobierno, que afectará, directa o indirectamente, la capacidad o disposición de un país para pagar su deuda. Aquí el riesgo de cambio puede especificarse como un cambio en la estructura política, cambio en el liderazgo del partido gobernante o cambio en las políticas dentro del gobierno existente. Ejemplos de riesgo político pueden ser el levantamiento del descontento (creciente) de la oposición con las políticas económicas o sociales, la vigorosa actividad antigubernamental externa, etc. Algunas formas comunes de riesgo político incluyen:

- Actitud del gobierno hacia las empresas extranjeras: en algunos países puede suceder que los activos extranjeros sean confiscados pacíficamente o por la fuerza sin compensación.
- Bloqueo de transferencias de fondos: existe una restricción para remitir fondos a países extranjeros.
- Inconvertibilidad de la moneda: muchas de las monedas de los mercados emergentes son inconvertibles. Por lo tanto, es difícil para las empresas, ya que no se puede esperar una conversión sin complicaciones de la moneda local en moneda dura.
- Guerra: Algunos países pueden tener conflictos con vecinos o internamente.
- Burocracia.
- Corrupción: la corrupción puede aumentar el costo de realizar negocios o erosionar los beneficios. También reducirá la transparencia del entorno comercial.

Las perspectivas económicas pueden ser muchas, tales como:

- Estructura de la economía
- Mala gestión económica
- Tamaño y estructura de la deuda interna y externa

- Estructura y perspectivas de las exportaciones
- Confianza nacional y de los acreedores en el gobierno

Algunas medidas cuantitativas que se usan muy a menudo en el campo económico son:

- PBI per cápita: el producto interno bruto promedio por persona en un país, una medida del nivel relativo de riqueza de los países.

- La proporción del servicio de la deuda: el total de las ganancias en el extranjero por la exportación de bienes y servicios dividido por su interés más el principal en préstamos en el extranjero.

- El déficit de cuenta corriente.

- Cobertura de importación: el número de semanas de importación de bienes y servicios que se financiarán con cargo al nivel de reservas existente.

- El coeficiente de ahorro: ahorro para los sectores público y privado como proporción del PIB.

La política monetaria y las finanzas externas se refieren, pero no están limitadas a:

- Política de tasa de interés
- Política monetaria
- Inflación / oferta monetaria
- Situación de la balanza de pagos
- Acceso al mercado internacional de capitales

Como se mencionó, el riesgo soberano está vinculado al desempeño macroeconómico del país. Por lo tanto, los siguientes cambios pueden tener un impacto en la evaluación del riesgo país:

- Devaluación mayor de la moneda
- Gran recesión de la economía
- Cambio importante en la política económica, por ejemplo, reducción de las barreras comerciales o cambio en los precios de la energía

- Disturbios civiles
- Discriminación contra compañías extranjeras

2.3.2 Euromoney

Como una de las agencias calificadoras de riesgo país, Euromoney clasifica a los países de acuerdo con un conjunto de variables más un estudio narrativo de país formal:

- Datos económicos (25%)
- Riesgo político (25%)
- Indicadores de deuda (10%)
- Acceso a financiamiento bancario (5%)
- Acceso a financiación a corto plazo (5%)
- Acceso a bonos internacionales y mercado de préstamos sindicados (10%)
- Calificación crediticia (10%)
- Deuda en default o reprogramaciones (10%)

Los países son así evaluados y calificados en las variables mencionadas anteriormente. Se intenta asignar "calificaciones" a variables tanto cuantitativas como cualitativas. De acuerdo con su importancia, a cada variable se le asignará una ponderación según la cual se calcularán los puntajes resumidos.

2.3.3 Institutional Investor

Institutional Investor ahora tiene su índice de riesgo país que se publica dos veces al año. Su índice se basa en encuestas de los oficiales de crédito de los principales bancos multinacionales. Los oficiales que trabajan en bancos globales dan sus puntajes con respecto a la calidad crediticia de determinados países. Al principio, la puntuación total era 10. Desde 1980 se ha basado en 100. Aquí una puntuación de 0 indica certeza de incumplimiento soberano y 100, naturalmente, no representa ninguna posibilidad de incumplimiento. El Inversor Institucional luego pondera los puntajes recibidos de los oficiales encuestados por la exposición de cada banco al país en cuestión.

2.4 Estudios empíricos de instituciones y riesgo país

La creciente incidencia de las crisis de la deuda soberana y los eventos de incumplimiento se ha convertido en una gran preocupación en todo el mundo. Una considerable cantidad

de literatura ha examinado cómo el incumplimiento soberano está determinado por la capacidad de un país de pagar la deuda. Por ejemplo, (Aguiar y Gopinath, 2006; Arellano, 2008; Mendoza y Yue, 2012) documentan que los incumplimientos soberanos están sustancialmente correlacionados con las pérdidas o fluctuaciones de la producción. Tienden a ocurrir en tiempos difíciles, cuando vemos picos de tasas de interés, altas tasas de endeudamiento y profundas recesiones. Sin embargo, la cuestión importante de cómo la calidad institucional del gobierno afecta la probabilidad de incumplimiento de un país ha escapado hasta ahora a la atención de los investigadores.

El incumplimiento soberano está determinado no solo por la capacidad de un país, sino también por su disposición a pagar la deuda, por ejemplo, (Bulow y Rogoff, 1989); Panizza, Sturzenegger, y Zettelmeyer, 2009). El incumplimiento soberano puede atribuirse a un cálculo complejo de costo-beneficio que involucra consideraciones políticas y sociales, en lugar de simplemente el resultado del empeoramiento de las condiciones macroeconómicas o la angustia fiscal. Una gran cantidad de literatura teórica ha analizado la posibilidad de incumplimiento estratégico o voluntario. (Kulatilaka y Marcus, 1987), por ejemplo, muestran que la decisión de un país de pagar la deuda depende de sus compensaciones entre las ganancias del consumo de financiamiento de la deuda y los costos de una multa por incumplimiento y una opción de ejecución hipotecaria para el incumplimiento en el futuro.

Arellano (2008) indica que los términos de los contratos de deuda son endógenos a los fundamentos domésticos y dependen de los incentivos al incumplimiento. El incumplimiento soberano difiere de la bancarrota personal o corporativa porque ninguna autoridad o mecanismo de aplicación legal internacional puede obligar a un soberano a transferir sus activos o puede imponer algunos costos por el rechazo de la deuda Grossman y Van Huyck (1988).

Para evitar el incumplimiento, un gobierno puede necesitar tomar medidas tales como reducir los pagos de pensiones o los salarios del sector público, reducir la inversión del gobierno o promulgar reformas fiscales. Por lo tanto, un gobierno debería estar dispuesto a pagar la deuda cuando reconozca el alto precio del incumplimiento del contrato. (Adam y Grill, 2017) argumentan que los costos de incumplimiento esperados de la deuda soberana tienen un impacto significativo en la política de incumplimiento óptimo de un país. Los costos sugeridos en la literatura incluyen una pérdida de reputación en los mercados crediticios internacionales, un aumento en los costos de

endeudamiento, la revelación de fundamentos económicos adversos e imposición de sanciones comerciales (Gelos, Sahay y Sandleris, 2011). Estos costos pueden afectar la decisión de un país con respecto al reembolso de su deuda. Cuantos menores sean los costos esperados del incumplimiento soberano, mayor será el incentivo para que un país participe en el incumplimiento estratégico.

La fuga de capitales ha sido un problema importante que enfrentan los países en desarrollo. Erosiona la base impositiva, empeora la distribución del ingreso e impide el crecimiento económico al desviar los recursos de inversión interna al exterior. Los economistas y los legisladores intentan resolver el problema identificando los determinantes de la fuga de capitales. Sin embargo, no se ha alcanzado un consenso para definir y medir la fuga de capitales. Los resultados empíricos previos no presentaron un análisis completo de los factores que afectan el vuelo. Este documento emplea diversas medidas de fuga de capitales existentes en la literatura y actualiza la investigación empírica sobre las causas del vuelo con un nuevo conjunto de datos.

Estudios teóricos previos sobre la fuga de capitales, Eaton (1987); Diwan (1989) intentan explicar la ocurrencia simultánea de fuga de capitales y grandes préstamos extranjeros en países en desarrollo. El punto principal de estos estudios es que la fuga de capitales ocurre como resultado de un riesgo asimétrico de expropiación que enfrentan los inversionistas nacionales y extranjeros. Su suposición básica era que los activos domésticos en poder de los residentes pueden ser explotados por el gobierno, mientras que el riesgo de activos similares en el extranjero es insignificante. Por otro lado, la deuda externa está implícitamente garantizada por el gobierno del deudor. El resultado es que el residente doméstico enfrenta un mayor riesgo de expropiación, lo que lleva a inversiones en el extranjero, mientras que los fondos extranjeros financian la inversión doméstica.

Los otros estudios se centraron en el riesgo político como un determinante importante de la fuga de capitales: Alesina y Tabellini (1989) modelaron que la fuga de capitales ocurre cuando dos grupos sociales se comportan de forma no cooperativa. La incertidumbre sobre qué grupo tendrá el control en el futuro genera el riesgo político, que a su vez causa incertidumbre económica sobre las políticas económicas futuras, como el riesgo de impuestos en el futuro. (Tornell y Velasco, 1992) modelaron la fuga de capitales como respuesta a la tragedia de los bienes comunes, que ocurre debido a un sistema débil de derechos de propiedad en los países pobres. El sistema débil de derechos de propiedad

permite que cada grupo de interés tenga acceso común a los mercados de capitales nacionales de otros grupos. Por lo tanto, la fuga de capitales puede surgir como un intento de colocar la riqueza de uno más allá del alcance de los grupos de interés competidores.

Estos estudios teóricos sugieren que un entorno económico débil y la inestabilidad política conducen a la fuga de capitales. Estudios empíricos previos (Hermes et al. 2001) que investigaron las causas de la fuga de capitales se centraron en el rendimiento diferencial y variables macroeconómicas poco sólidas tales como altas tasas de inflación, tasas de cambio sobrevaluadas y déficits presupuestarios del gobierno. Recientemente, los investigadores han prestado atención al riesgo político, lo que provoca incertidumbre sobre las políticas económicas futuras. (Le y Rishi, 2006) han demostrado que el riesgo político es un factor estadísticamente significativo que conduce a la fuga de capitales. Sin embargo, utilizaron datos de sección cruzada, o datos de panel pequeño, con un conjunto limitado de variables de riesgo político.

2.4.1 Deuda Pública y Riesgo País

La deuda pública tiene un impacto crucial en el crecimiento económico de muchos países. Puede promover el crecimiento económico de un país; sin embargo, una mayor deuda podría ser una carga para el crecimiento económico. En los países en desarrollo, el ahorro interno no puede satisfacer la demanda de bienes de inversión y los ingresos de exportación no son suficientes para financiar las importaciones. La falta en términos de ahorro interno y ganancias de exportación es bastante perjudicial para el desarrollo económico (Ramzan y Ahmad 2014). Por lo tanto, tienden a pedir prestado a las economías externas para acumular su capital y desarrollar su infraestructura, etc. para aumentar el crecimiento económico. Además, en los períodos de crisis económica y financiera, la acumulación de deuda pública se lleva a cabo para aumentar el crecimiento económico (Reinhart y Rogoff 2010; Spilioti y Vamvoukas 2015). Sin embargo, el uso de una deuda pública abundante para el crecimiento económico financiero aumentará rápidamente el índice de déficit público y, por lo tanto, perjudicará la sostenibilidad fiscal a largo plazo.

Cuando un país se encuentra en condiciones económicas, políticas o financieras inestables, el financiamiento de la deuda se vuelve difícil y, por lo tanto, puede dañar el crecimiento económico (Abbas y Christensen 2010; Kourtellos, Stengos y Tan 2013). Como señalaron Abbas y Christensen (2010), una institución mejor puede sustituir la

garantía y el riesgo bajo las funciones de escritura, que es el desempeño de la deuda pública en los balances de los bancos. Y puede ayudar a utilizar de manera óptima los recursos fiscales para proporcionar servicios públicos, desarrollar infraestructura, proteger los derechos de propiedad y, a continuación, generar mayores efectos económicos de la deuda pública. Proano, Schoder y Semmler (2014) afirman que por el impacto en las primas de riesgo (especialmente para los diferenciales de bonos), el estrés financiero puede afectar el nexo entre el crecimiento de la deuda. Además, en entornos de macroeconomía estable y menos distorsiones, aumentará la eficiencia de la inversión de capital, lo que conducirá al crecimiento económico (Ramzan y Ahmad 2014). Esto implica que, si examinamos el nexo crecimiento de la deuda sin considerar los entornos de riesgo país, los resultados pueden no ser correctos. Por lo tanto, es importante examinar los impactos de los diversos riesgos de un país en la relación entre la deuda pública y el crecimiento económico.

Tres aspectos de los entornos de riesgo país, es decir, los riesgos económicos, políticos y financieros, afectan la deuda y el crecimiento económico de diferentes maneras. En el aspecto del riesgo económico, en un entorno macroeconómico inestable y más distorsiones, las entradas de capital serán ineficaces (Ramzan y Ahmad 2014), y esto lleva al efecto negativo del nexo crecimiento de la deuda. Además, De Grauwe y Ji (2013) indican que, en el período de dificultades económicas, la relación deuda/PBI tiene un mayor impacto en los diferenciales de bonos que en el período de estabilidad económica. Por los impactos del riesgo político en el nexo entre el crecimiento de la deuda, las leyes e instituciones poco desarrolladas harán que los bancos no presten mucho, o que segmentos importantes de una economía no puedan endeudarse (Kumhof y Tanner 2008), lo que provocará una influencia en desarrollo económico. Y, si son de origen legal, las condiciones coloniales y las instituciones relacionadas no pueden funcionar bien en entornos políticos inestables, y la inestabilidad política dificulta el desarrollo financiero y económico (Roe y Siegel 2011). En cuanto a la asociación de riesgo financiero, deuda y crecimiento económico, una deuda insostenible conlleva riesgos de crecimiento a largo plazo (Kourtellos, Stengos y Tan 2013), y la volatilidad del tipo de cambio puede influir en el costo de la deuda externa. Brunnermeier y Oehmke (2012) plantean el "círculo diabólico" en el que las instituciones financieras sufren un riesgo soberano a medida que aumenta el riesgo de la deuda pública, lo que lleva a un sistema bancario inestable. Los bancos disminuirán sus préstamos y luego reducirán el

crecimiento económico. Además, en los mercados financieros poco profundos y la escasa capacidad de gestión de la deuda, un aumento de la deuda interna tendrá un impacto negativo en la inversión privada y la sostenibilidad fiscal y reducirá aún más el crecimiento económico (Abbas y Christensen 2010).



CAPÍTULO III: METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN

En esta sección se va a analizar los datos estadísticos de las variables presentadas en la tabla 3.1, además se va a realizar una estimación de datos de panel debido a que, en la investigación se propone un estudio para 8 países de América Latina (Perú, Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Venezuela y México) en el periodo del 2000-2019, lo cual nos otorga un total de 157 observaciones (Venezuela no tiene información completa). El modelo de datos de panel nos permite hallar relaciones dinámicas entre las variables, observar los cambios intra y entre paneles, los efectos fijos y variables de las regiones, debido a que existe algunas con comportamientos comunes y otras diferentes. Además, las observaciones presentadas en la tabla 3.2 podemos ver un N=8 y un T=20, lo que es característica de un macro panel balanceado.

3.1 Estadísticas descriptivas

Tabla 3.1 Resumen de variables a utilizar

Variable	Tipo de Variable	Fuente	Medición	Código	Definición Operativa
Riesgo País	Dependiente	BCRP	Cien puntos básicos equivalen a uno porcentual	riesgo	INDICADORES DE RIESGO PARA PAÍSES EMERGENTES: Índice de Bonos de Mercados Emergentes (EMBIG). Índice elaborado por el J.P. Morgan que refleja los retornos del portafolio de deuda según sea el caso, es decir, de cada país, de los países latinoamericanos y de los países emergentes en conjunto. Se mide en puntos básicos y corresponde al diferencial de rendimientos con respecto al bono del Tesoro de EUA de similar duración de la deuda en cuestión.
Crecimiento % PBI	Control	World Bank	Porcentaje del PBI	crecimiento % PBI	Tasa de crecimiento porcentual anual del PIB a precios de mercado basados en moneda local constante. Los agregados se basan en dólares estadounidenses constantes de 2010. El PIB es la suma del valor agregado bruto de todos los productores residentes en la economía más cualquier impuesto al producto

					y menos cualquier subsidio no incluido en el valor de los productos.
Formación Bruta de Capital (% del PBI)	Control	World Bank	Porcentaje del PBI	Formación B.C.	La formación bruta de capital (anteriormente, inversión interna bruta) consiste en desembolsos por adiciones a los activos fijos de la economía más cambios netos en el nivel de los inventarios. Los activos fijos incluyen mejoras en la tierra (vallas, zanjas, desagües, etc.); compras de plantas, maquinaria y equipo; y la construcción de carreteras, ferrocarriles y similares, incluidas escuelas, oficinas, hospitales, viviendas privadas y edificios comerciales e industriales. Los inventarios son inventarios de bienes que poseen las empresas para enfrentar fluctuaciones temporales o inesperadas en la producción o las ventas, y "trabajos en curso".
Deuda del Gobierno Central (% PBI)	Independiente	World Bank	Porcentaje del PBI	Deuda	La deuda es el stock total de obligaciones contractuales directas de plazo fijo del gobierno con otros pendientes en una fecha particular. Incluye pasivos nacionales y extranjeros, como depósitos en moneda y dinero, valores distintos de acciones y préstamos. Es la cantidad bruta de pasivos gubernamentales reducida por la cantidad de capital y derivados financieros mantenidos por el gobierno. Debido a que la deuda es un stock en lugar de un flujo, se mide a partir de una fecha determinada, generalmente el último día del año fiscal.
Voz y Responsabilidad	Control	The Worldwide Governance Indicators (WGI)	Estimación de la gobernanza (oscila entre aproximadamente -2.5 (débil) a 2.5 (fuerte) desempeño de gobierno)	Voz y R.	Refleja las percepciones de hasta qué punto los ciudadanos de un país pueden participar en la selección de su gobierno, así como la libertad de expresión, la libertad de asociación y la libertad de los medios de comunicación.
Estabilidad Política	Independiente	The Worldwide Governance Indicators (WGI)	Estimación de la gobernanza (oscila entre aproximadamente -2.5 (débil) a 2.5 (fuerte))	Estabilidad P.	Estabilidad política y ausencia de violencia: mide las percepciones de la probabilidad de inestabilidad política y / o violencia motivada por motivos políticos.

			desempeño de gobierno)		
Calidad Regulatoria	Independiente	The Worldwide Governance Indicators (WGI)	Estimación de la gobernanza (oscila entre aproximadamente -2.5 (débil) a 2.5 (fuerte) desempeño de gobierno)	Calidad R.	Refleja las percepciones sobre la calidad de los servicios públicos, la calidad del servicio civil y el grado de su independencia de las presiones políticas, la calidad de la formulación e implementación de políticas, y la credibilidad del compromiso del gobierno con dichas políticas.
Estado de Derecho	Control	The Worldwide Governance Indicators (WGI)	Estimación de la gobernanza (oscila entre aproximadamente -2.5 (débil) a 2.5 (fuerte) desempeño de gobierno)	Estado D.	Refleja las percepciones de hasta qué punto los agentes confían y respetan las reglas de la sociedad y, en particular, la calidad de la ejecución de los contratos, los derechos de propiedad, la policía y los tribunales, así como la probabilidad de delincuencia y violencia.
Índice de Percepción de Corrupción (IPC) y Ranking de Corrupción (RC)	Independiente	Transparencia Internacional	IPC: De 0 (menor corrupción) a 10 (mayor corrupción); RC: 0 menos corrupto, 180 el más corrupto.	Corrupción	Refleja las percepciones de hasta qué punto se ejerce el poder público para obtener beneficios privados, incluidas formas de corrupción pequeñas y grandes, así como la "captura" del estado por parte de élites e intereses privados.

Elaboración propia

Para la investigación se tomó en cuenta los países que cuentan con información de acceso público sobre la variable riesgo país, ya que el acceso a esta variable es restringido. Solo el Banco Central de Reserva del Perú muestra esta información para ciertos países, que son los que se utilizan para este estudio.

Los datos obtenidos del BCRP sobre el riesgo país son datos mensuales, por ello se procedió a transformar las observaciones a anuales con una función logarítmica. Se utilizó esta función debido a la oscilación del riesgo país de los países elegidos. De igual forma se corroboró los resultados con la información de Bloomberg (Portal financiero).

Las variables obtenidas del WGI se tuvieron que estandarizar de 0 a 1 para tener una misma escala de medida que la variable corrupción de transparencia internacional, la estandarización está colgada en la web del PRS (Political Risk Services International

Country Risk Guide) como una opción para no afectar a las investigaciones que se cruzan con otros niveles de medida.

Se escogieron dos tipos de variables (control e independientes) para la explicación del modelo, las variables macro (control) sobre crecimiento económico fueron obtenidas de World Bank, en la revisión de literatura se explicó la importancia de ellas como resultados de las instituciones eficientes o viceversa. Para el caso de los países escogidos existe un crecimiento económico sostenido a excepción de Argentina y Venezuela que la crisis económica y política no impulsaron su economía.

Las variables que miden la eficiencia de las instituciones son las independientes, explican en diversos ámbitos como las instituciones ayudan al bienestar económico y social, están divididas por diferentes parámetros (sociales, gubernamentales, políticos y económicos). Tanto las variables control e independientes ayudan a explicar la importancia del riesgo país y como ayuda a la atracción de inversiones y así brindar mayores oportunidades a la población.

Podemos observar en la tabla 3.2 que las desviaciones estándar de los efectos intra y entre paneles se distancian más en la variable de crecimiento % PBI, esto se da porque existe una mayor brecha entre los paneles (países), debido a la disparidad del crecimiento como el caso de Argentina y Venezuela, caso contrario sucede con la variable control de la corrupción, donde se observa que no hay una diferencia significativa, los países de América Latina tienen una mayor presencia de corrupción en comparación con los países de la OCDE, que cuentan con un promedio de 0.28.

Tabla 3.2 Análisis estadísticos

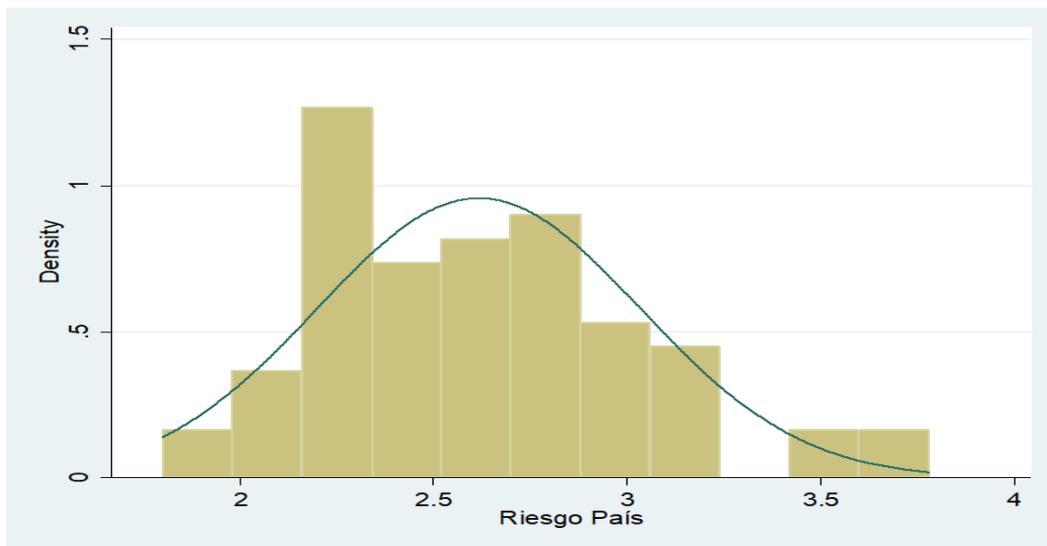
Variabes		Mean	Std. Dev.	Min	Max	Observaciones
Riesgo País	overall	2.61	0.42	1.80	3.78	N = 157
	between		0.34	2.15	3.02	n = 8
	within		0.27	1.90	3.37	T = 20
Crecimiento % PBI	overall	3.43	3.97	-10.89	18.29	N = 157
	between		1.00	2.21	5.10	n = 8
	within		3.85	-9.94	18.66	T = 20

Formación Bruta de Capital (% del PBI)	overall	21.78	3.56	11.96	30.34	N = 157
	between		2.58	17.03	24.63	n = 8
	within		2.62	12.47	27.59	T = 20
Deuda del Gobierno Central (% PBI)	overall	1.19E+11	1.28E+11	2.72E+03	5.57E+11	N = 157
	between		1.18E+11	5.33E+09	3.32E+11	n = 8
	within		6.31E+10	2.50E+10	3.44E+11	T = 20
Voz y Responsabilidad	overall	0.68	0.18	0.29	0.88	N = 157
	between		0.18	0.33	0.79	n = 8
	within		0.06	0.35	0.80	T = 20
Estabilidad Política	overall	0.69	0.07	0.55	0.88	N = 157
	between		0.06	0.59	0.78	n = 8
	within		0.05	0.56	0.83	T = 20
Calidad Regulatoria	overall	0.59	0.23	0.14	0.95	N = 157
	between		0.22	0.23	0.91	n = 8
	within		0.09	0.12	0.80	T = 20
Estado de Derecho	overall	0.45	0.18	0.17	0.83	N = 157
	between		0.17	0.27	0.80	n = 8
	within		0.09	0.27	0.85	T = 20
Corrupción	overall	0.42	0.15	0.17	0.75	N = 157
	between		0.14	0.21	0.70	n = 8
	within		0.09	0.14	0.74	T = 20

Elaboración propia

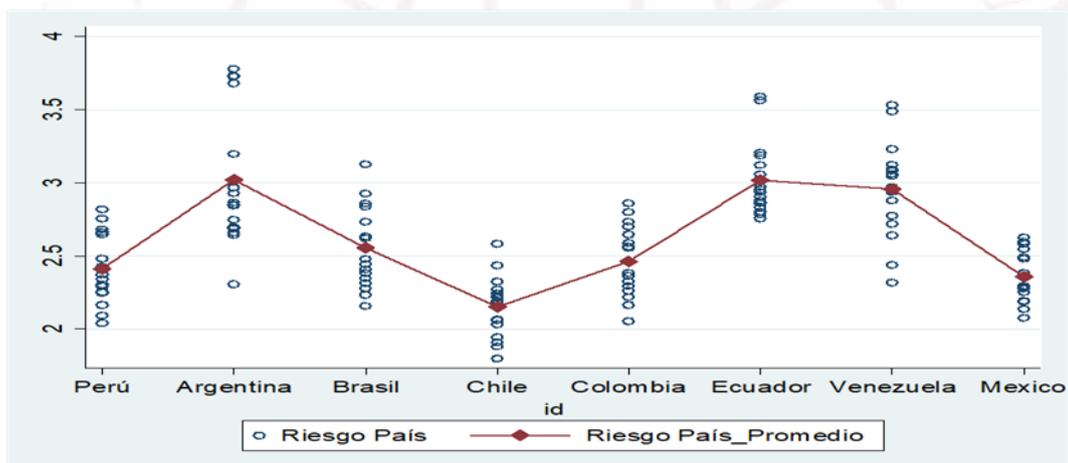
El histograma del riesgo país (figura 3.1) determina las fluctuaciones que existen en los países del análisis, no generan una distribución normal, a pesar de que la mayor concentración de observaciones se da en los bloques centrales (2.5-3); sin embargo, hay un grupo de valores (2.2) que tiene una mayor densidad de observaciones, más países tienen esta medición de riesgo país, esta evidencia presupone que existe heterogeneidad en los datos del riesgo país. Por otro lado, en la figura 3.2 observamos que los países con un mayor riesgo país son Argentina, Ecuador y Venezuela. En cambio, Perú, Chile y México son los que tienen un menor riesgo en promedio para el periodo de análisis.

Figura 3.1 Histograma riesgo país



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú (2018), elaboración propia

Figura 3.2 Variación del riesgo país



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú (2020), elaboración propia

En el análisis de histograma figura 3.1 del riesgo país, las observaciones están cerca de la línea de distribución normal, donde la densidad en promedio es menor a 1 y el tercer rango de frecuencia tienen un pico que sobresale de la línea de normalidad, esto es producto de que existe un país que sobresale del resto al contar con un bajo riesgo país, que es el caso de Chile. Sin embargo, los dos intervalos finales salen de línea levemente y son los que tienen un mayor riesgo, esto es el caso de las observaciones de los países con crisis que son Argentina y Venezuela, que vienen acarreado problemas políticos y económicos desde hace muchos años atrás.

En la tabla 3.3 sobre el análisis de correlaciones, se observa que tanto las variables independientes como control tienen un efecto negativo sobre el riesgo país, todas están correlacionadas moderadamente a excepción de la variable deuda externa y control de corrupción, en la primera se evidencia que el riesgo país no necesariamente se refleja en una mayor deuda, los países pueden contar con una gran presencia de deuda externa siempre y cuando honren de manera adecuada sus compromisos financieros y no entre en default de la deuda soberana.

Tabla 3.3 Cuadro de correlaciones

	Riesgo	Crecimiento	Formacion B.C.	Deuda	Voz y R.	Estabilidad P.	Eficacia G.	Calidad R.	Estado D.	Corrupción
Riesgo	1									
Crecimiento	-0.29	1								
Formacion B.C.	-0.28	0.24	1							
Deuda	-0.07	-0.22	-0.24	1						
Voz y R.	-0.45	0.03	-0.35	0.28	1					
Estabilidad P.	-0.04	0.16	-0.23	0.05	0.13	1				
Eficacia G.	-0.23	-0.04	-0.28	0.1	0.7	0.37	1			
Calidad R.	-0.66	0.01	-0.04	0.04	0.69	0.03	0.64	1		
Estado D.	-0.38	0.2	0.1	-0.4	0.43	0.23	0.45	0.48	1	
Corrupción	-0.26	0.11	-0.03	-0.31	0.36	0.2	0.46	0.53	0.63	1

Elaboración propia

Por otro lado, la variable corrupción tiene el signo esperado, si analizamos desde el punto de vista del Índice de Percepción de Corrupción, la medición tiene un intervalo de 1 a 10 donde el mayor número tiene un menor índice y los cercanos a 1 son los totalmente corruptos. Asimismo, esta metodología se empleó desde el 2000 al 2011, para el año siguiente la organización Transparencia Internacional cambio de base. El presente estudio abarca el periodo 2000-2019 donde se cruzan los dos tipos de base, para que no exista un error de medición se optó por usar el ranking de corrupción que utiliza los fundamentos del índice para la escala de posiciones.

Para analizar si las variables han tenido algún cambio régimen debido a los choques estructurales de la crisis financiera (2008-2009), se deben realizar las pruebas de raíces unitarias y ver si son estacionarias o no, ya que si tuvieran problemas afectarían a la robustez del modelo escogido.

En la tabla 3.4 se observan las pruebas de raíz unitaria utilizadas, Levin-Lin-Chu, Im-Pesaran-Shin, AugmentedDickey Fuller y Phillips Perrón.

La prueba de Levin-Lin-Chu asume raíces comunes entre las secciones cruzadas de un panel, y su hipótesis alternativa es que no hay raíz unitaria para ninguno de los individuos. Las pruebas de Im-Pesaran-Shin, Phillips Perrón y AugmentedDickey Fuller aceptan la existencia de procesos con coeficientes de raíz unitaria distintos entre las secciones cruzadas. Sus hipótesis alternativas indican que para algunos individuos la serie es estacionaria, pero no necesariamente para todos Stata Corp. (2018). Los resultados de las pruebas determinan que las variables de calidad regulatoria y estado de derecho tienen presencia de raíz unitaria, el diagnóstico es consecuencia de los cambios de regímenes políticos y económicos en los países del estudio que afectan las reglas de juego (regulaciones) o el orden judicial (estado de derecho).

Tabla 3.4 Resultados de las pruebas de raíz unitaria para las variables originales (p-valor)

Pruebas de raíz unitaria (p-valor)	Levin - Lin - Chu	Im - Pesaran - Shin	ADF - Fisher Chi-square	PP - Fisher Chi-square
Riesgo País	0.00	0.17	0.00	0.04
Crecimiento % PBI	0.00	0.00	0.00	0.00
Formacion Bruta de Capital (% del PBI)	0.00	0.00	0.00	0.27
Voz y Responsabilidad	0.00	0.15	0.00	0.00
Estabilidad Política	0.00	0.01	0.00	0.01
Calidad Regulatoria	0.99	0.24	0.00	0.05
Estado de Derecho	0.50	0.05	0.00	0.20
Control de la Corrupción	0.04	0.00	0.00	0.00

Elaboración propia

En la tabla 3.5 se presentan las pruebas de raíz unitarias con las variables transformadas, para su corrección. Sin embargo, la muestra de países y el periodo genera el análisis de un macro panel donde hay presencia de choques estructurales a nivel anual (crisis 2008-2009). A pesar de la crisis las demás variables no cuentan con presencia de raíz unitaria.

Tabla 3.5 Corrección de raíz unitaria

Tratamiento	Pruebas de raíz unitaria (p-valor)	Levin - Lin - Chu	Im - Pesaran - Shin	ADF - Fisher Chi-square	PP - Fisher Chi-square
Primera diferencia	Calidad Regulatoria	0.00	0.00	0.00	0.00
Primera diferencia	Estado de Derecho	0.00	0.00	0.00	0.00

Elaboración propia

3.2 Pruebas econométricas

Antes de realizar las estimaciones y probar las hipótesis se ejecutaron las pruebas de autocorrelación serial y heterocedasticidad.

Tabla 3.6: Prueba de autocorrelación serial entre paneles (xtserial)

Wooldrige test for autocorrelation in panel data
H0: no first-order autocorrelation
F (1, 7) = 4.936
Prob > F = 0.0617

H0: Sin autocorrelación de primer orden

Ha: autocorrelación entre los paneles

El modelo escogido acepta la hipótesis nula de no presencia de autocorrelación de primer orden, esto se da debido a que el análisis del estudio es estático y no dinámico, el tiempo no influye a pesar de tener tendencias similares en algunos países como vemos en la tabla 3.6.

Tabla 3.7: Prueba de heterocedasticidad

Modified wald test for groupwise heteroskedasticity
H0: no first-order autocorrelation
H0: $\sigma^2(i) = \sigma^2$ for all i
chi2(8) = 176.56
Prob > chi2 = 0.000000

H0: Varianza constante del error

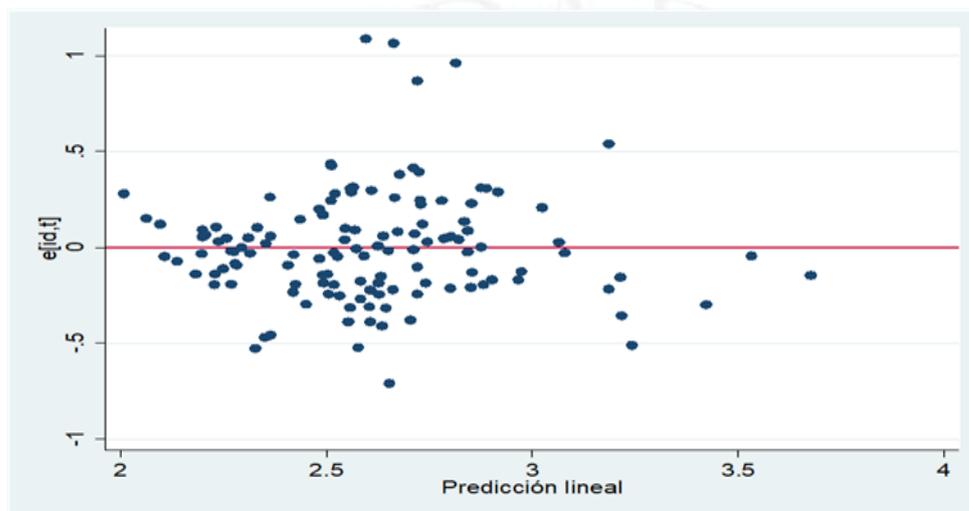
Ha: Varianza no constante del error

En el caso de la presencia heterocedasticidad, la hipótesis nula se rechaza; por lo tanto, la varianza de los residuos no es constante, debido a la heterogeneidad de los países (con crisis política y económica), para controlar este problema se debe corregir por efectos fijos, sin embargo como se observa en la prueba el chi estadístico se rechaza al 0.001%, que es evidencia de las grandes diferencias estructurales que existe entre los países, como los modelos económicos sociales y neoliberales que predominan en los

países de la investigación, para una mejor corrección se procederá a realizar una estimación que controla la heterocedasticidad en efectos fijos, a través del modelo de mínimos cuadrados generalizados.

Para validar las hipótesis de las pruebas de heterocedasticidad se procede a graficar la varianza de los errores (figura 3.5), donde se observa que los valores están dispersos entre -0.5 y 1, por lo tanto, confirman la presencia de heterocedasticidad.

Figura 3.3 Predicción lineal de la varianza del error



Teniendo en cuenta que la varianza del error no es constante, se debe corroborar los efectos invariantes de los países a través de la prueba de Hausman, la presencia de heterocedasticidad evidencia que la estimación debería ser por efectos fijos o mínimos cuadrados generalizados para controlar los efectos invariantes en el tiempo y la varianza no constante de los errores.

La hipótesis nula de la prueba de Hausman (P-valor = 0.0001) es rechazada; por lo tanto, se escoge el modelo por efecto fijo, que es evidencia que el problema del riesgo país varía según cada país, lo que es congruente con el análisis estadístico, hay países con mayor riesgo y otros con menor, esto se observa en la figura 3.2.

A pesar de la elección de efectos fijos, en la investigación se va a optar por los mínimos cuadrados generalizados, debido a que la varianza difiere para cada país y el modelo especifica la inclusión de paneles con heterocedasticidad.

CAPÍTULO IV: RESULTADOS

Las estimaciones se realizan a través del modelo de mínimos cuadrados generalizados, debido a la presencia de heterocedasticidad, en la tabla 3.7 se muestran los resultados de la prueba Wald donde se rechaza la hipótesis nula al 1%. El uso de mínimos cuadrados generalizado en datos de panel solo se puede usar si el número de periodos es mayor al de paneles ($T > N$), que es el caso de este estudio, donde se analizan 8 países en 20 años.

En el análisis se realizan 3 estimaciones y se adiciona una variable en cada una hasta llegar al modelo final que incluye todas las variables institucionales y de control. En las diferentes estimaciones los signos de las variables no cambian, las variables voz y responsabilidad, estabilidad política y calidad regulatoria aumentan su significancia estadística cuando se adicionan el crecimiento económico, el ranking de corrupción y la deuda pública. No obstante, el estado de derecho pierde significancia, pero no cambia de signo, esta variable mide la igualdad y el respeto de los derechos humanos de todas las personas en una sociedad. En los países escogidos en este análisis, Venezuela vive una dictadura que ha ocasionado conflicto social y económico, además de la presencia de corrupción en todas las esferas de su gobierno, este factor influye sobre el rendimiento del estado de derecho. Por lo tanto, el ranking de corrupción, la deuda pública y el crecimiento económico absorben los efectos heterogéneos del estado de derecho y realizan el cambio de significancia entre las tres variables.

Tabla 4.1 Resultados

Riesgo País	Mínimos Cuadrados Generalizados		
Variables	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3
Formación Bruta de Capital	-0.0426*** (0.005)	-0.0317*** (0.005)	-0.022*** (0.005)
Voz y Responsabilidad	-0.289* (0.153)	-0.24* (0.138)	-0.413*** (0.136)
Estabilidad Política	-0.174 (0.256)	-0.299 (0.232)	-0.535** (0.232)
Calidad Regulatoria	-0.316** (0.141)	-0.534*** (0.130)	-0.442*** (0.132)
Estado de Derecho	-0.267** (0.117)	-0.107 (0.101)	-0.0205 (0.109)
	0.338***	0.238***	0.289***

Dummy (1: con crisis económica y 0: sin crisis económica)	(0.073)	(0.071)	(0.076)
Crecimiento % PBI		-0.0273*** (0.005)	-0.0317*** (0.005)
Ranking de Corrupción (180 países)			0.104*** (0.0497)
Deuda del gobierno central (% PBI)			0.136*** (0.035)
Constante	3.987*** (0.220)	3.979*** (0.197)	3.675*** (0.30)
N	157	157	157
Prueba Wald en efectos fijos	0.000	0.000	0.000

Nota: Errores estándar en paréntesis. Los 3 modelos cuentan con presencia de heterocedasticidad (prueba de Wald), se rechaza la hipótesis nula en todos. La corrección de heterocedasticidad se realiza bajo la estimación de Mínimos Cuadrados Generalizados. * $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

El crecimiento porcentual del PBI tiene un efecto negativo y significativo (1%) sobre el riesgo país, si aumenta en 1% genera un impacto de -2.7% y -3.17% de disminución. Esto concuerda con la evidencia empírica sostenida por (Boudriga y Ghardallou, 2012), el auge del crecimiento económico en los últimos 20 años establece las bases para sostener instituciones eficientes y con ellas fomentar una disminución del riesgo país. De igual forma, (North, 1990) afianza la evidencia de las instituciones sólidas y estables que generan reglas para contar con derechos de propiedad bien especificados y un sistema legal eficaz. De los 8 países en análisis, 3 son miembros de la OCDE (Chile, Colombia y México), ya que uno de los requisitos para ingresar a este grupo es contar con instituciones sólidas y transparentes.

El crecimiento económico manejado eficientemente por las instituciones traslada el capital a mejoras en tecnología e innovación lo que impulsa la mano de calificada que se traduce en mejoras en la remuneración y educación, como se observa la variable formación bruta de capital que engloba la inversión en tecnología e innovación tiene un efecto negativo y significativo (1%) sobre el riesgo país, si la formación bruta de capital aumenta en 1% tiene un efecto de -3% en promedio en la disminución del riesgo.

La variable voz y responsabilidad se traduce en la libertad de expresión, si un país restringe a los medios este impacta en la confianza de la población al igual que de los inversionistas por lo tanto generaría un aumento del riesgo país (Kaufmann et al. 1999), la variable voz y responsabilidad genera un impacto negativo y no significativo sobre el riesgo país, si la primera aumenta en 1% afecta en -41%.

La estabilidad política es clave para la atracción de inversión extranjera a los países, sobre todos para los que se encuentran en vías de desarrollo, ya que, si los poderes fácticos de un país se encuentran en desacuerdo con las políticas públicas y traban el desarrollo de ellas, estos eventos no generan crecimiento económico ni bienestar. Tornell y Velasco (1992) argumentan que un estado débil se asocia por un mal manejo político y trae consecuencias de fuga de capitales extranjeros y nacionales. La variable estabilidad política tiene un efecto negativo y significativo (5%) sobre el riesgo país. Si la estabilidad crece en 1% genera un -53% de reducción del riesgo país, por ello es clave que los poderes de un estado concilien y exista debate alturado para el desarrollo de la economía y el bienestar social.

Las variables calidad regulatoria cumple con el signo esperado y la significancia estadística (1%), si se incrementan en 1% el riesgo país disminuye en 44% respectivamente.

Por otro lado, la variable ranking de corrupción¹ tiene un efecto positivo y significativo (1%) sobre el riesgo país, si los países escalan posiciones (son más corruptos) en 1%, el riesgo país aumenta en 10%. El FMI (2005), analiza que el manejo eficaz de las instituciones genera una disminución de la presencia de la corrupción y como consecuencia un mayor crecimiento económico, sucede lo opuesto si las instituciones son débiles, ocasionan el crecimiento de la corrupción en las instituciones gubernamentales y por lo tanto una mayor pérdida de bienestar.

La deuda pública tiene un efecto mayor que el ranking de corrupción sobre el riesgo país, la brecha de las dos variables es de 3% (en base al efecto de la variable dependiente), por lo tanto, la predicción confirma la evidencia de las figuras 1.4, 1.6 y 1.7., a pesar de que Chile tiene un mejor desempeño de sus instituciones según el índice de calidad institucional (0.80) y cuenta con una menor presencia de corrupción (4 puntos por encima del promedio) en el orden público, su deuda pública es mayor que la de Perú que cuenta con menor rendimiento de sus instituciones y una mayor presencia de corrupción, si bien el riesgo país (Emerging Market Bond Index) tiene como fundamentos principales el clima político, el entorno económico, la situación financiera y la institución social, la deuda pública como % del PBI tiene un peso mayor. Esta

¹ En el anexo 2 hay una estimación alternativa con las mismas variables del modelo 3, pero que utiliza el índice percepción de corrupción, el signo de esta variable cambia a negativo, debido a la escala de medición (10 sin presencia de corrupción y 0 totalmente corrupto).

evidencia no es determinante, aún se debe profundizar en un análisis dinámico que provea los rezagos del riesgo país, además, de analizar su función en escenarios menos estables o compararlos con otros ratings como Fitch, Moody's y S&P.

La variable dummy de crisis política y económica tiene un impacto positivo y significativo (1%) sobre el riesgo país, los países con crisis política y económica (Argentina y Venezuela) tienen 28% más riesgo país que los países sin crisis, tienen instituciones débiles, no cuentan con libertad de expresión y tienen presencia de corrupción en todas las esferas del estado, lo que generan síntomas de alta inflación y pérdida de bienestar social.



CONCLUSIONES

- Los resultados de la estimación corroboran la afirmación de la hipótesis general, las instituciones son fundamentales para la reducción del riesgo país. Sin embargo, para el caso de Perú existe una paradoja, la inestabilidad política que aconteció entre los años 2018-2019 no impactó en la medición del riesgo país que por lo contrario bajó 18 puntos básicos y se ubicó en 129, la medición más baja de región.
- Para los casos de Chile y Ecuador sus riesgos país aumentaron en 10 y 66 puntos básicos respectivamente cuando se suscitaron los conflictos sociales y políticos, como consecuencia del recorte de subsidios del petróleo y el aumento de los pasajes del transporte público. Entonces si comparamos estos dos casos con el peruano, donde los problemas de corrupción generaron que el presidente renuncie y póstumo a eso se disolvió el congreso. Con estos antecedentes no hubo un aumento del riesgo país. Los resultados de la estimación corroboran lo sucedido en Chile y Ecuador, el coeficiente de estabilidad política (0.53) es el mayor de todas las variables institucionales, sin embargo, no se toma en cuenta la desigualdad de los ingresos que es una causa de los conflictos sociales en Chile y Ecuador.
- La diferencia de los coeficientes de la deuda pública y el ranking de corrupción tienen una motivación propia para comparar la evolución del riesgo país de Perú y Chile, asimismo, se podría determinar que la sostenibilidad macroeconómica podría influir en un mejor rendimiento del riesgo país, sin embargo, Vega (2013) realiza un indicador de estabilidad macroeconómica para los países de América Latina y sitúa a Chile en primer puesto por encima de Perú. Esta evidencia abre una investigación para analizar la dinámica del riesgo país entre estos dos países y profundizar en la calidad de medición del EMBIG.
- La presencia de corrupción en la región es endémica y transversal en el sistema político y empresarial. Su efecto tiene una relación positiva y significativa con el riesgo país, sin embargo, aún hay factores sociales como la desigualdad y la pobreza que podrían ser determinantes para un mejor desempeño de su medición.

RECOMENDACIONES

- La medición de la variable estabilidad política debe ser desagregada por cada aparato institucional que lo conforma (legislativo, judicial y ejecutivo), ya que en conjunto no muestra evidencia de cuál de los componentes afecta más al riesgo país, por ese motivo existen diferencias entre los casos de Chile y Ecuador con Perú.
- La variable que mide la corrupción también debe ser desagregada por sectores políticos y empresariales, las instituciones que miden este fenómeno (Transparencia, Heritage Foundation y Latinobarometro) desarrollan sus mediciones a base de encuestas que en si abarcan varios espectros de la corrupción, pero solo se muestra el resultado final. Por lo tanto, si los índices que miden la corrupción muestran las proporciones que conforman el fenómeno a nivel empresarial como político, se podría obtener conjeturas más detalladas de los efectos de corrupción sobre el riesgo país, ya que los destapes de corrupción en la región son de larga data y no solo del último quinquenio.
- La evidencia que arroja la investigación atribuye una relación indirecta de las instituciones hacia la disminución del riesgo país, así como para escalar en el rating de las calificaciones soberanas, pero el análisis debe de perpetuarse en el destrabe de inversiones públicas y privadas de la región a través de la digitalización de los gobiernos, este avance permitirá la disminución de las barreras burocráticas, acortando la transición de planificación a ejecución y con ello escalar en las variables de calidad regulatoria y estado derecho, además de fortalecer la transparencia del estado que disminuiría la presencia de corrupción en el aparato estatal y privado.
- Los resultados de las reformas institucionales se ven en el largo plazo como detalla Rodrik et. al. (2002), además las políticas públicas institucionales deben trascender en los gobiernos de turno, sin necesidad de cambiar el fondo, solo así se podrán vislumbrar instituciones eficientes y transparentes en el largo plazo. Los países de la investigación no han optado por este camino a excepción de Chile, es necesario plantear reformas que pacten compromisos con los diversos sectores: político, empresarial y social.

REFERENCIAS

- Abbas, S. M. A. y Christensen, J. E. (2010). The Role of Domestic Debt Markets in Economic Growth: An Empirical Investigation for Low-Income Countries and Emerging Markets. *IMF Staff Papers*, 57, 209–55.
- Acemoglu, D., Johnson, S. y Robinson, A. (2001). The colonial origins of comparative development: an empirical investigation. *American Economic Review*, 91, 1369–1401.
- Acemoglu, D., Johnson, S. y Robinson, J. (2005). Institutions as the fundamental cause of long-run economic growth. In: Aghion, P., Durlauf, S. (Eds.), *Handbook of Economic Growth*, 386–414.
- Adam, K. y Grill, M. (2017). Optimal sovereign default. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 9, 128–164.
- Agbor, J.A., (2011). How Does Colonial Origin Matter for Economic Performance in Sub-Saharan Africa, World Institute for Development Economics Research, Working Paper, No. 2011/27.
- Aggarwal, R., Klapper, R. y Wysocki, P. (2002). Portfolio preferences of foreign institutional investors. MIT Sloan Working Paper 4328-03, Cambridge, MA.
- Aguiar, M. y Gopinath, G. (2006). Defaultable debt, interest rates and the current account. *Journal of International Economics*, 69, 64–83.
- Alesina, A. and G. Tabellini (1989). External Debt, Capital Flight and Political Risk. *Journal of International Economics*, 27(4), 199-220.
- Alesina, A. y Perotti, R. (1996). Income distribution, political instability and investment. *European Economic Review*, 40(6), 1203–1228.
- Alonso, A. y Garcimartín, C. (2008). *Acción colectiva y desarrollo. El papel de las instituciones*. Editorial Complutense: Madrid.
- Aoki, M. (2001). *Towards a Comparative Institutional Analysis*. MIT Press: Cambridge.
- Arellano, C. (2008). Default risk and income fluctuations in emerging economies. *American Economic Review*, 98, 690–712.
- Asongu, S. (2011). Law, finance, economic growth and welfare: why does legal origin matter? MPRA Paper No. 33868.
- Bank of International Settlements (1982). Management of banks' international lending (country risk analysis and country exposure measurement and control). BIS: Basel. Recuperado de <https://www.bis.org/publ/bcbasc122.pdf>

- Baldwin, C. (2007). Modularity, transactions, and the boundaries of firms: a synthesis. In: Harvard Business School Working Paper 08-013, Available at <http://www.hbs.edu/research/pdf/08-013.pdf>.
- Bekaert, G. y Harvey, C. (1995). Time-varying world market integration. *Journal of Finance*, 50, 403–444.
- Bhattacharya, U. y Daouk, H. (1999). The world price of insider-trading. *Journal of Finance*, 57, 75-108.
- Boudriga, A. y Ghardallou W. (2012). The Determinants of Banking Crises: The Case of the 2008 Worldwide Financial Crisis, 29th International Conference of the French Finance Association (AFFI) 2012.
- Brunnermeier, M. K. y Oehmke, M. (2012). Bubbles, Financial Crises, and Systemic Risk. NBER Working Paper No. 18398.
- Bulow, J. y Rogoff, K. (1989). Sovereign debt: is to forgive to forget? *American Economic Review*, 79, 43–50.
- Chang, S. y Wu, B. (2014). Institutional barriers and industry dynamics. *Strateg. Manag. Journal*, 35(8), 1103–1123.
- Chiu, Y. - B. y Lee, C. - C. (2017). On the impact of public debt on economic growth: does country risk matter? *Contemporary Economic Policy*, 35(4), 751-766.
- De Grauwe, P. y Ji, J. (2013). Self-Fulfilling Crises in the Eurozone: An Empirical Test. *Journal of International Money and Finance*, 34, 15–36.
- Demirguc-Kunt A. y Detragiache, E. (2005). Cross country empirical studies of systemic bank distress: a survey, *National Institute Economic Review*, National Institute of Economic and Social Research, 192(1), 68-83.
- Diwan, I. (1989). Foreign Debt, Crowding Out and Capital Flight. *Journal of International Money and Finance*, 8, (1), 121-136.
- Eaton, J. (1987), Public Debt Guarantees and Private Capital Flight. *The World Bank Economic Review*, 1(3), 377-395.
- Efendic, A., Mickiewicz, T. y Rebmann, A. (2015). Growth aspiration and social capital: young firms in a post-conflict environment. *International Small Bus. Journal*, 33 (5), 537–561.
- Engerman, S. y Sokoloff, L. (1997). Factor endowments: Institutions and differential paths of growth among new world economies. A view from economic historians of the United States. In *How Latin America Fell Behind: Essays on the Economic Histories of Brazil and Mexico, 1800–1914*. Haber S (ed.). Stanford University Press: Stanford.
- Engerman, K. y Sokolof, L. (2002). Factor endowments, inequality, and paths of development among the new world economies. NBER Working Paper, No. 9259, Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research.

- Evans, P. y Rauch, P. (2000). Bureaucratic structure and bureaucratic performance in less developed countries. *Journal of Public Economics*, 75, 49–71.
- Gelos, G., Sahay, R. y Sandleris, G. (2011). Sovereign borrowing by developing countries: what determines market access? *Journal of International Economics*, 83, 243–254.
- Geroski, P. (1995). What do we know about entry? *International Journal Industrial Organization*, 13(4), 421–440.
- Greif, A. (2006). *Institutions and the Path to Modern Economy. Lessons from Medieval Trade*. Cambridge University Press: Cambridge.
- Grossman, H. y Van Huyck, B. (1988). Sovereign debt as a contingent claim: excusable default, repudiation, and reputation. *American Economic Review*, 78, 1088–1097.
- Hail, L. y Leuz, C. (2003). International difference in the cost of equity capital: do legal institutions and securities regulation matter? ECGI-Law Working Paper 15/2003, Brussels.
- Hermes, N. and R. Lensink (2001). Capital Flight and the Uncertainty of Government Policies. *Economics Letters*, 71(3), 377-381.
- Himmelberg, C., Hubbard, G. y Love, I. (2004). Investor protection ownership and the cost of capital. World Bank Policy Research Working Paper 2834, Washington D.C
- Hooper, V., Sim, A. y Uppal, A. (2009). Governance and stock market performance. *Economic Systems*, 33, 93-116.
- IMF (2005). *The IMF Approach to Promoting Good Governance and Combating Corruption-A Guide*. International Monetary Fund.
- Jensen, M. y Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior: agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Johnson, S. y Shleifer, A. (1999). *Coase vs the Coasians*. NBER Working Paper 7447, Cambridge, M.A
- Kaufmann, D., Kraay, A. y Zoido-Lobaton, P. (1999). *Aggregating Governance Indicators*. World Bank Institute Governance, Regulation and Finance.
- Khanna, T. y Palepu, K. (1997). Why focused strategies may be wrong for emerging markets. *Harvard Bus. Review*, 75(4), 41–51.
- Knack, S. y Azfar, O. (2003). Trade intensity, country size and corruption. *Economic Governance*, 4(1), 1–18.
- Kourtellos, A., Stengos, T. y Tan, C. M. (2013). The Effect of Public Debt on Growth in Multiple Regimes. *Journal of Macroeconomics*, 38, 35–43.

- Kulatilaka, N. y Marcus, A. (1987). A model of strategic default of sovereign debt. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 11, 483–498.
- Kumhof, M. y Tanner, E. (2008). Government Debt: A Key Role in Financial Intermediation,” in *Money, Crises and Transition: Essays in Honor of Guillermo A. Calvo*, edited by C. Reinhart, C. Vegh, and A. Velasco. Cambridge, MA: MIT Press.
- Lachmann, L. (1970). *The Legacy of Max Webber*. Heinemann Educational Books, London.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. y Vishny, R. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106, 1113-1155.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. y Vishny, R. (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *Journal of Finance*, 55, 1–33.
- Le, Q. y Rishi, M. (2006). Corruption and Capital Flight: An Empirical Assessment. *International Economic Journal*, 20(4), 523-540.
- Li, H., Atuahene-Gima, K. (2001). Product innovation strategy and the performance of new technology ventures in China. *Academy of Management Journal*, 44(6), 1123–1134.
- Lombardo, D. y Pagano, M. (2002). Law and equity markets: a simple model. CSEF Discussion Paper 25, Naples.
- Luo, Y. y Junkunc, M. (2008). How private enterprises respond to government bureaucracy in emerging economies: the effects of entrepreneurial type and governance. *Strategic Entrepreneurship Journal*, 2(2), 133–153.
- Islam, R. y Montenegro, C. (2002). What determines the quality of institutions? *World Development Report: Building Institutions for Markets*, Washington.
- Mascareñas, J. (2002). *El riesgo país*. Madrid: Universidad Complutense de Madrid.
- Mendoza, E. y Yue, V. (2012). A general equilibrium model of sovereign default and business cycles. *Quarterly Journal of Economics*, 127, 889–946.
- Nagy, P. (1994). *Country Risk*. Euromoney Publications Limited: London.
- Nath, H. (2008). *Country Risk Analysis: A Survey*. Sam State University.
- Nee, V. (1992). Organizational dynamics of market transition: hybrid forms, property rights, and mixed economy in China. *Administrative Science Quarterly*, 37(1), 1–27.
- Nee, V. y Opper, S. (2010). Political capital in a market economy. *Social Forces*, 88(5), 2105–2132.
- North, D. (1990). *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge University Press, Cambridge.

- North, D. (1994). Economic performance through time. *American Economic Review*, 84, 359–368.
- North, D. (2005). *Understanding the Process of Economic Change*. Princeton University Press: Princeton.
- Oliver, C. (1997). Sustainable competitive advantage: combining institutional and resource-based views. *Strategic Entrepreneurship Journal*, 18(9), 697–713.
- Olson, M., (1996). Big bills left on the sidewalk: why some nations are rich, and others poor. *Journal of Economic Perspectives*, 10(1), 3–24.
- Pakes, A. y Ericson, R. (1998). Empirical Implications of Alternative Models of Firms Dynamics. *Journal of Economic Theory*, 79(1), 1–45.
- Panizza, U., Sturzenegger, F. y Zettelmeyer, J. (2009). The economics and law of sovereign debt and default. *Journal of Economic Literature*, 47, 651–698.
- Park, S. y Luo, Y. (2001). Guanxi and organizational dynamics: organizational networking in Chinese firms. *Strategic Entrepreneurship Journal*, 22, 455–477
- Proano, C. R., Schoder, C. y Semmler, W. (2014). Financial Stress, Sovereign Debt and Economic Activity in Industrialized Countries: Evidence from Dynamic Threshold Regressions. *Journal of International Money and Finance*, 45, 17–37.
- Ramzan, M. y Ahmad, E. (2014). External Debt Growth Nexus: Role of Macroeconomic Policies. *Economic Modelling*, 38, 204–10.
- Reinhart, C. M. y Rogoff, K. S. (2010). Growth in a Time of Debt. *American Economic Review*, 100, 573–78.
- Ribeiro, R. (2000). *Country Risk Analysis*. GWU - IBI – Minerva Program.
- Rigobon, R. y Rodrik, D. (2004). Rule of law, democracy, openness, and income: Estimating the interrelationships, NBER Working Paper no. 10750.
- Rivadeneira, A. (2014). Los Credit Default Swap (CDS) o Seguros contra cesación de pagos y su estructuración legal como garantía para los inversionistas (tesis de maestría). Universidad Andina Simón Bolívar, Ecuador.
- Rodrik, D., Subramanian, A. y Trebbi, F. (2002). Institutions rule: The primacy of institutions over geography and integration in economic development, IMF Working Paper 02/189, Washington.
- Roe, M. J. y Siegel, J. I. (2011). Political Instability: Effect on Financial Development, Roots in the Severity of Economic Inequality. *Journal of Comparative Economics*, 39, 279–309.
- Rosenberg, N. y Birdzell, L. (1986). *How the West Grew Rich: The Economic Transformation of The Industrial World*. Basic Books, New York.

- Singh, J., Tucker, D. y House, R. (1986). Organizational legitimacy and the liability of newness. *Administrative Science Quarterly*, 31, 171–193.
- Spilioti, S. y Vamvoukas, G. (2015). The Impact of Government Debt on Economic Growth: An Empirical Investigation of the Greek Market. *Journal of Economic Asymmetries*, 12, 34–40.
- Standard & Poor's, (2013). Sovereign Credit Characteristics by Rating Category, published by Standard & Poor's.
- Stinchcombe, A. (1965). Organizations and social structure. In: March, J.G. (Ed.), *Handbook of Organizations*. Rand McNally, Chicago, 142–193.
- Stulz, R., (1999). Globalization, corporate finance, and the cost of capital. *Journal of Applied Corporate Finance*, 12, 8–25.
- Tornell, A. y Velasco, A. (1992). The Tragedy of the Commons and Economic Growth: Why does Capital Flow from Poor to Rich Countries? *The Journal of Political Economy*, 100(6), 1208-1231.
- Vega, Jorge (2013). Propuesta de un indicador de estabilidad macroeconómica. *Revista Moneda*, 156, 42-46.
- Walewski, J. (2003). International Project Risk Assessment: Methods, Procedures, and Critical Factors, Center Construction Industry Studies Report, No. 31, The University of Texas at Austin.
- Wang, Peijei (2009). *The Economics of Foreign Exchange and Global Finance*. Springer.
- Williamson, T. (2000). *Knowledge and its Limits*. Oxford University Press, Oxford.



ANEXOS

Anexo 1: Datos mensuales del riesgo país para el año 2000 y transformación anual (logaritmo)

Meses	risk perú	risk argentina	risk brasil	risk chile	risk colombia	risk ecuador	sk venezue	risk méxico
Ene	446	558	692	179	726	3673	866	395
Feb	450	561	702	178	643	4043	872	376
mar	444	535	655	177	630	3115	825	318
Abr	522	590	747	183	629	3372	947	390
may	592	675	808	218	596	3972	1033	418
Jun	542	666	724	227	576	4416	890	396
Jul	546	642	705	203	563	3796	843	349
ago	499	681	684	176	534	2575	812	331
set	596	682	694	175	587	1297	780	323
oct	714	761	744	168	598	1301	844	354
nov	746	860	794	136	558	1353	884	360
dic	719	803	772	125	505	1451	948	389

Transformación de datos mensuales a anuales, a través del método condicional de fechas y ajuste a una función logarítmica.

Año	Perú	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	Ecuador	Venezuela	México
2000	2.65	2.75	2.84	2.25	2.86	3.30	2.94	2.60

Anexo 2: Modelo alternativo con el índice de percepción de corrupción

Riesgo País	MCG
Variables	Modelo 4
Formacion Bruta de Capital	-0.021*** (0.004)
Voz y Responsabilidad	-0.808*** (0.005)
Estabilidad Política	-0.112 (0.247)
Calidad Regulatoria	-0.254* (0.158)
Estado de Derecho	0.603*** (0.153)
Dummy (1: sin crisis económica y 0: con crisis económica)	-0.0183 (0.066)
Crecimiento % PBI	-0.033*** (0.004)
Índice de Percepción de Corrupción (0 sin corrupción y 10 total corrupción)	-0.3639*** (0.099)
Deuda del gobierno central (% PBI)	0.154*** (0.0364)
Constante	3.544*** (0.221)
N	157
Prueba Wald en efectos fijos	0.000

Nota: Errores estándar en paréntesis. EL modelo tiene heterocedasticidad (prueba de Wald), se rechaza la hipótesis nula en todos. La corrección de heterocedasticidad se realiza bajo la estimación de Mínimos Cuadrados Generalizados. * $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$