

RIESGO PAÍS, ESTABILIDAD POLÍTICA Y ESTABILIDAD ECONÓMICA EN ARGENTINA 1982-1995.

Gabriel Fidel *

I. INTRODUCCIÓN

En el presente trabajo se utilizan conceptos de la ciencia política, la economía y la teoría financiera para analizar la íntima relación existente entre el «riesgo país», el nivel de inversiones, el crecimiento económico y el standard de vida de la población de un país. Para ello, se observan los factores de riesgo que hacen a algunos países más atractivos que otros.

La introducción del riesgo político en la evaluación de las inversiones fue altamente difundida en los años setenta a raíz de sucesos como la caída del Sha de Irán o la llegada de Salvador Allende en Chile, que afectaron a empresas multinacionales con operaciones en tales países. En un mundo globalizado con gran movilidad de factores, la disminución del riesgo político-social y económico-financiero se transforma en uno de los elementos claves de las políticas gubernamentales, especialmente en los países subdesarrollados. Estos elementos, deben ser hoy tenidos en cuenta por los tomadores de decisiones y ejecutores de políticas públicas.

En la primera parte del trabajo, se hace una revisión de la literatura existente así como la descripción del marco teórico en el cual se define el concepto de riesgo país, se analizan las causas del mismo, las estrategias para disminuirlo y para ajustar los flujos de fondos.

*Master in Public Affairs, The Lyndon B. Johnson School of Public Affairs.

Licenciado en Administración Pública y Ciencias Políticas, Universidad Nacional de Cuyo.

Profesor Adjunto, Cátedra de Política Económica de la Facultad de Ciencias Políticas y Sociales, Universidad Nacional de Cuyo.

Director Ejecutivo, Fundación Ciudad, Mendoza.

En la segunda parte, se examina qué ocurrió con la relación riesgo país-inversiones-crecimiento económico en la Argentina desde la recuperación de la democracia en 1983. En tal sentido, se toman calificadores de riesgo utilizados en las decisiones de inversiones para observar el impacto de las políticas en la relación descripta, analizando aquella entre estabilidad política y estabilidad económica.

II. ¿QUÉ SIGNIFICA DETERMINACIÓN DEL RIESGO PAÍS?

La evaluación de la inversión, tanto doméstica como extranjera, requiere considerar factores políticos y económicos. A pesar de los recursos e investigación destinados a cuantificar las variables de riesgo político y social, dichas mediciones han presentado errores inherentes a las dificultades de cuantificar factores cualitativos.

Un problema adicional ha sido la generalización, al asumir que cada factor de riesgo influencia o afecta en forma similar a cualquier tipo de inversión. La pregunta que se ha planteado frecuentemente es: ¿cuáles son los factores que se deben tener en cuenta para estimar el riesgo y cómo se puede disminuir el riesgo de un país?

1. *Definición de riesgo país.*

Desde hace varios años en el análisis sobre inversiones se ha puesto un gran énfasis en el riesgo político además del riesgo financiero y económico. La existencia de mayores riesgos en un país implica que pueden presentarse posibles variaciones respecto de lo que una empresa había previamente planeado.

Autores que limitan el concepto de riesgo país a riesgo político sin considerar otros factores, como Green (1974), Norman Baglini (1976), Lloyd (1976), Channon (1978), Jodice (1984) y Kobrin (1982), enfatizan los cambios originados por alteraciones en los procesos políticos que tanto directa como indirectamente afectan a las empresas en sus operaciones y en su propiedad.

Radebaugh (1979) define el riesgo político como "un cambio en el clima político que deteriora las operaciones de la firma". Robock (1971) se refiere al riesgo político en los negocios "cuando discontinuidades, las cuales son difíciles de anticipar, ocurren en el clima económico como resultado de

cambios políticos que pueden ir en detrimento de los intereses de la empresa". Kobrin (1984) describe el riesgo político como "aquellas contingencias significativas en el manejo de los negocios generada por eventos de los procesos políticos".

Los autores que brindan una definición más amplia del tema tales como Business International Corporation (1983), Levi (1990), Ghadar y Moran (1984) incluyen no sólo factores políticos, sino también económicos y financieros. Dentro de esta línea, riesgo país puede ser definido como la *"exposición a una sorpresiva pérdida de activos físicos o financieros"* (Newman & Czechowicz, 1983) o como *"una baja de ganancias no anticipada en el flujo de un negocio causada por eventos económicos, financieros o sociopolíticos o por particulares condiciones existentes en un país que están fuera del control de los individuos o las empresas"* (Business International Corporation, 1983). Oxelheim y Wihlborg (1987) definen el riesgo país como *"la magnitud y probabilidad de un cambio no anticipado de las condiciones bajo las que operan las empresas en un país y que influyen el flujo de caja de una firma, el valor de sus activos y la rentabilidad de sus negocios"*.

Para proponer una definición que englobe los diferentes conceptos sobre el tema, riesgo país puede ser definido como *la posibilidad de un cambio no anticipado en el flujo de caja esperado de una firma debido a eventos no previstos de tipo político, económico o financiero que ocurren en un país*. En esta definición se destaca:

- 1) La mayor o menor estabilidad, ya sea institucional, política o económica, es un factor importante para quienes deben definir una inversión. Teniendo en cuenta que el mayor riesgo implica afectar las posibilidades de recupero o los derechos de propiedad, la decisión de invertir se trasladará al lugar que ofrezca menor incertidumbre. Por lo tanto, cuanto más inestable un país, menos posibilidad de recibir nuevas inversiones pues la imprevisibilidad de lo que pueda ocurrir hace que las empresas no puedan planificar sus negocios y tengan miedo de perder lo invertido.
- 2) El cambio en el flujo de ganancias es inesperado porque no puede ser previsto en forma adecuada por la empresa al tiempo de la inversión inicial. Entonces, cuanto más sofisticado el tipo de inversión (es decir, con mayor nivel tecnológico, de capital, etc.), menor la posibilidad de elegir un país con alto riesgo pues nadie con sentido común va a trasladarse a un país con conflictividad social o política.

-
- 3) La aceptación del riesgo no es neutra ni en términos económicos ni financieros. Quien acepta convivir con un mayor riesgo, exige un mayor beneficio (mayores tasas de retorno, condiciones monopólicas o cuasi-monopólicas, tarifas preferenciales, etc.) para que dicha inversión pueda ser equivalente a una realizada en un escenario de bajo riesgo.
 - 4) El riesgo país afecta el flujo de caja (cash flow) y el valor presente neto (VAN) de la firma. El riesgo, aunque surge de aspectos «macro» termina impactando a nivel específico de la empresa, directamente en el flujo de caja y el VAN, el cual varía de firma a firma.
 - 5) Los eventos financieros, económicos y socio-políticos son imprevistos. Los eventos que causan riesgo pueden tener diferente naturaleza aunque sean interdependientes. La evaluación de variables políticas, sociales, en conjunto con los factores de riesgo financieros y económicos, brinda al analista una dimensión más global en la determinación del riesgo país.

2. Causas de riesgo.

Business International Corporation (1983) menciona cuatro causas de riesgo país: 1) factores **financieros**: incertidumbre en el tipo de cambio, falta de claridad en la política financiera (en controles de precios, variaciones permanentes en los impuestos, y restricciones en los flujos de capitales), 2) factores **económicos**: indicadores sobre la marcha de la economía (Producto Bruto Interno, crecimiento del PBI y el balance de pagos), factores especiales (composición de las exportaciones y reservas en relación al porcentaje de importaciones y dependencia de productos (importaciones de petróleo) y dependencia de capital extranjero); 3) factores **políticos**: cambio radical en las políticas de gobierno, expropiación, nacionalizaciones, actitudes políticas de las fuerzas de oposición, actitud de la nación hacia la inversión extranjera, calidad del gerenciamiento en la administración pública respecto de la propiedad, estabilidad de las fuerzas de trabajo, relación con los países vecinos; 4) factores **jurídico-institucionales**: estructura legal, marañas burocráticas, influencia y actitudes de los sindicatos, nivel de corrupción.

Roddock (1986) pone énfasis en las causas políticas incorporando una lista muy detallada de factores tales como la sucesión política, crisis de legitimidad del régimen político, expectativas y frustraciones de movilidad, propensión histórica a incumplir pagos de deuda, nacionalizar, expropiar y a incrementar regulaciones. También se refiere a la corrupción cuando sobrepasa el nivel de tolerancia social, ideologías que desafían al sistema, patrones demográficos (crecimiento de la población, desempleo y migración urbana y rural, inmigración ilegal, estructura de edad), agitación sindical, tensión étnica o problemas regionales que implican una fuente de tensión, desorden civil (terrorismo y violencia), levantamientos militares, posición e influencia relativa de las elites, nacionalismo, etc.

Roddock también incluye causas financieras y económicas concentrándose en seis indicadores de performance económica que miden la capacidad de un país de generar divisas para hacer frente al pago del servicio de la deuda externa y de las remesas de las inversiones extranjeras. Los indicadores que incluye Roddock son cuenta corriente, porcentaje del servicio de la deuda con respecto a superávit, porcentaje de reservas respecto a importaciones, composición de las exportaciones, competitividad del tipo de cambio, y dependencia en las importaciones (el porcentaje de petróleo y alimentos en las importaciones totales de bienes y servicios).

Norman Baglini (1983) indica cuatro causas de riesgo: **ambiente** (estabilidad del régimen y posibilidad de tormentas políticas); **restricciones** (en la propiedad, operaciones, en las repatriaciones, en el tipo de cambio y en el cobro de impuestos a las firmas extranjeras); **comercio exterior** (tarifas, barreras no-arancelarias y dificultades de pago); y **política económica** (política fiscal y monetaria, aumento del costo de mano de obra y préstamos internacionales).

Veit (1978) destaca las decisiones de los gobiernos que afectan las operaciones de las firmas. Incluye nacionalización o expropiación, intervención, guerra, revolución y huelgas, prohibición de los deudores de efectuar pagos, moratorias y dificultades para transferir dinero. Jodice (1984) vincula el riesgo país con el político y lo diferencia del riesgo empresarial (marketing, competencia, disponibilidad de insumos y tendencias macroeconómicas) y del cambio social (sindicalismo, feminismo, relaciones raciales).

Para este autor, las causas del riesgo político aparecen cuando eventos nacionales o internacionales afectan los bienes, activos, personal y las operaciones de las corporaciones multinacionales. Finalmente, Ghadar (1984) menciona a ambos aspectos políticos (expropiación, imposición de restricciones legales) y los aspectos financieros o económicos (devaluación, restricciones en el mercado de cambios, programación de los servicios de la deuda externa, falta de pago de los compromisos externos, congelamiento de depósitos).

Como se puede observar los autores citados definen la diferente naturaleza de las causas de riesgo. Las diferentes variables están interrelacionadas y afectan de una manera u otra a la corriente de beneficios de una empresa. Una adecuada definición debe incorporar tanto los aspectos políticos, económicos y financieros. En el siguiente cuadro, se sintetizan las diferentes causas de riesgo:

CUADRO 1: Causas de riesgo.	
1. CAUSAS POLÍTICAS	2. CAUSAS ECONOMICAS Y FINANCIERAS
<p>1.1 INESTABILIDAD POLÍTICA DEBIDO A: Cambios radicales, actitudes del sindicalismo, legitimidad del gobierno, inequidad social, corrupción (cuando está por encima del nivel de tolerancia de la sociedad), desorden civil (confrontación étnica, terrorismo, violencia, conflictividad social, etc.)</p> <p>1.2 Desarrollo Institucional y ambiente para los negocios.</p> <p>1.2.1 Estructura Legal: Respeto a la constitución y las leyes, legitimidad del régimen político, pluralismo y libertad de prensa, estándares educativos y de salud adecuados, respeto a la propiedad privada (nacionalización, expropiación, respeto a la competencia y leyes anti-trust)</p> <p>1.2.2 Actitudes hacia la inversión extranjera: Restricciones en las operaciones y remesas, políticas discriminatorias hacia las empresas extranjeras.</p> <p>1.2.3 Cumplimiento con: normas, acuerdos y tratados internacionales: GATT, Acuerdo Multifibras, FMI, Banco Mundial, Naciones Unidas), bajo nivel de conflicto regional e internacional/acuerdos multilaterales o bilaterales.</p>	<p>1.4.1 CONDICIONES MACROECONOMICAS Evolución de los indicadores de performance económica (Producto Bruto Interno, Crecimiento del PBI, ingreso per capita, y distribución del ingreso), balance de cuenta corriente, exportaciones netas (exportaciones menos importaciones), reservas y proporción de reservas con respecto a importaciones, proporción pago de servicios de la deuda externa, grado de dependencia externa de ciertos insumos o de capital.</p> <p>2.2 Política Comercial Barreras arancelarias y no arancelarias</p> <p>2.3 Condiciones de mercado: Regulaciones; competencia, infraestructura y tecnología.</p> <p>2.4 Tipo de cambio: Devaluado o sobrevaluado.</p> <p>2.5 Riesgo Financiero: (incertidumbre y volatilidad del tipo de cambio, tasas de interés, costo del capital).</p> <p>2.6 Disponibilidad del Crédito en el Sistema Bancario Local.</p>

3. Problemas en la medición y evaluación del riesgo.

El intento por incorporar el riesgo político y financiero comenzó en los años sesenta. Pero recién en los setenta, importantes eventos políticos como la caída del Sha de Irán y del gobierno de Salvador Allende en Chile mostraron que eventos políticos imprevistos pueden afectar seriamente las operaciones en el extranjero. También quedó claro que no bastaba con los informes de las representaciones diplomáticas. Desde el comienzo, se presentó la discusión entre los analistas acerca de cuál debería ser el abordaje más apropiado para determinar el riesgo: el enfoque cualitativo o el cuantitativo.

Inevitablemente, siempre existe un riesgo cuando se deciden inversiones en otro país y donde la cultura política, el clima de los negocios y las políticas de los gobiernos pueden diferir de las metas de la empresa y del ambiente de su país de origen. Por ello, algún grado de riesgo es inevitable y debe reflejarse en el flujo de fondos (Goddard, 1991).

Los inversores internacionales toman decisiones en forma global y diversifican riesgo invirtiendo en diversos países; evitarán en lo posible invertir en países de alto riesgo. Cuanto más estable y menos riesgosa sea la economía, la calidad de la inversión será más alta. En un país con alto riesgo, el tipo de inversiones (nacionales o extranjeras) se basará más en mano de obra barata y explotación de recursos naturales. Las inversiones intensivas en tecnología y conocimiento difícilmente fluyan hacia países con mayor inestabilidad.

Shapiro (1989) propone una relación entre el riesgo, el tipo activo y la forma de inversión. En función de ello, determina diversas figuras progresivas en cuanto a la propiedad, dependiendo del nivel de riesgo: (a) exportar, (b) establecer una subsidiaria para ventas en el extranjero, (c) acuerdos de licenciamiento o franchising y en última instancia una subsidiaria para producción, ya sea a través de un (d) joint venture o de (e) propiedad extranjera total. Las formas de establecer sus negocios dependen de opciones estratégicas dadas por diferentes circunstancias tales como el know-how, tecnología, habilidades gerenciales, características del mercado donde se planea la inversión (disponibilidad de recursos naturales, calidad y cantidad de mano de obra).

4. Impacto del riesgo en las inversiones: dificultades para ajustar la tasa de retorno.

Anteriormente mencionábamos las dificultades para evaluar el riesgo país. El otro problema metodológico es que una vez que se determina el riesgo, más allá del método y sus subjetividades, se debe incorporar al flujo de costos y beneficios de la empresa para la determinación de la inversión. Se requiere conocer cuál es la prima que incluye el riesgo inherente en el nuevo mercado, que varía de país en país.

Cabría la posibilidad de incorporar el riesgo en la tasa de retorno. Lo más recomendable es calcular primero todos los flujos de fondos esperados después de impuestos asociados con la potencial inversión y luego descontar estos flujos usando el costo del capital promedio ponderado de la firma (Shapiro, 1988).

$$VAN = -I_0 + \sum_{i=1}^n \frac{X_i}{(1-k_0)^i}$$

donde

VAN = valor actual neto

I_0 = inversión inicial

X_i = flujo de fondos proyectado después de impuestos del año "i"

n = vida anticipada del proyecto

k_0 = costo del capital ponderado promedio

Entre las estrategias para incorporar el riesgo se puede mencionar:

- 1- Acortamiento del período de repago.
- 2- Ajuste de la tasa de retorno requerida de la inversión incorporando la prima de riesgo para el proyecto en particular.
- 3- Ajustar los flujos de costos incluyendo aquellos por el riesgo, por ejemplo con una póliza de seguro.
- 4- Ajuste con el CAPM.

El uso del CAPM (Capital Asset Pricing Model) frecuente en inversiones de portafolio puede adaptarse para analizar el riesgo país. Brinda al analista la tasa de retorno esperada de un activo con respecto

al riesgo del país (**Beta**). Entonces, permite saber la prima de riesgo (por enfrentar uno mayor) de un país.

$$[E(R_m) - E(R_f)]$$

Donde $E(R_m)$ es el retorno esperado del portafolio de mercado y $E(R_f)$ es la tasa de retorno esperada de un activo o la tasa de retorno requerida de una inversión en el país de origen. Entonces, el retorno esperado de una inversión en un país específico será:

$$\text{RETORNO} = \text{TASA LIBRE DE RIESGO} + \text{PRIMA DE RIESGO}$$

$$E(R_i) = R(R_f) = \text{BETA} [E(R_m) - E(R_f)]$$

La tasa de retorno esperada de una inversión debe igualar la tasa de retorno en el país de origen más la prima por riesgo adicional de tipo político, financiero y económico. El costo de oportunidad de invertir en el país nuevo, con mayor riesgo, es la tasa de retorno que la empresa puede obtener en el mercado "conocido" $E(R_f)$, más la prima por riesgo $E(R_i)$.

Entonces, la prima por riesgo incluye:

- Riesgo Político**
- + **Riesgo Económico**
- + **Riesgo Financiero**

= **PRIMA POR RIESGO**

Como decíamos anteriormente, la limitación de estos cálculos es su subjetividad. El cálculo de la prima por riesgo depende del criterio del analista sobre la base de las variables que son elegidas, la ponderación de cada variable y el peligro de la cuantificación de variables cualitativas.

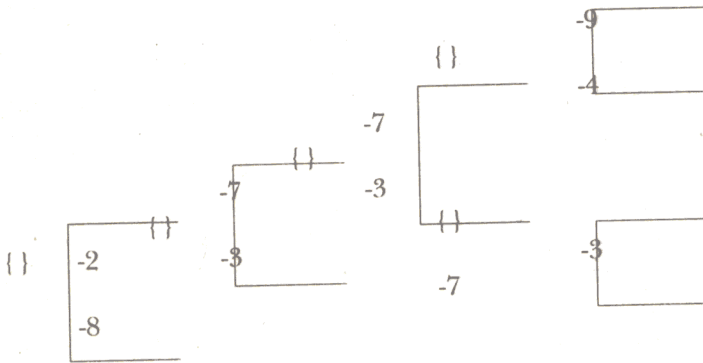
No obstante, la subjetividad es típica de este tipo de análisis. Entendemos que el mejor método es la aplicación de CAPM a los flujos de costos. La determinación de beta se hace en el período cero, y luego se reajusta en cada período.

5. Uso de la teoría de la decisión para ajustar flujos de costos.

El riesgo país puede analizarse usando probabilidades condicionales, mostrando todas las condiciones que podrían afectar al país. Las probabilidades son asignadas a los diversos eventos que pueden ocurrir. En cada rama del árbol son incluidos los factores políticos, económicos y financieros dependiendo del país de referencia. Las probabilidades se asignan al flujo de fondos.

Este método tiene la ventaja de su simplicidad sin requerir un conocimiento muy sofisticado. Sin embargo, es difícil predecir objetivamente las probabilidades. El resultado puede sesgar la tasa de retorno.

Figura: Ejemplo del uso de la teoría de las decisiones



Fuente: International Risk Management, p. 132.

¹ Por razones de espacio sólo mencionaremos otros métodos como la matriz de riesgo desarrollada por Harbridge House de Boston, los informes anuales sobre condiciones políticas y económicas mundiales de Borg-Warner, los análisis cualitativos de Business Environment Risk Index (BERI), los World Political Risk Forecasts (WPRF), publicado por Frost and Sullivan Inc., quien construyó un indicador de riesgo utilizando análisis de riesgo político para la toma de decisiones empresariales, el sistema usado por Bank of America para estratificar las inversiones internacionales de portafolio, combinando análisis cualitativo y cuantitativo, el índice desarrollado por Business International Corporation para multinacionales, el método utilizado por Shell Oil con análisis de probabilidades y algoritmos estadísticos para ponderar los factores políticos y económicos, y, las evaluaciones e informes sobre países de Kissinger y asociados.

III. EL AMBIENTE POLÍTICO Y ECONÓMICO SEGÚN “EUROMONEY”¹

Para analizar como ha evolucionado el riesgo país en Argentina, y la relación entre la política y la economía, se escogió la evaluación de *Euromoney*. Este método, publicado anualmente, es reconocido como una técnica útil para analizar la performance macro de los países. Por otro lado, más allá de sus ventajas o desventajas, es consultado y respetado entre los inversores. Como se demostrará con los rankings de *Euromoney*, las políticas gubernamentales tienen un gran impacto en el ambiente económico y político. Se podrá advertir cómo los eventos acaecidos en la Argentina quedan reflejados en los informes anuales de *Euromoney*, influyendo la toma de decisiones de los inversores.

Euromoney produce un *ranking* de países que es publicado anualmente. La evaluación se lleva a cabo con la participación de especialistas de instituciones económicas y financieras que aportan sus opiniones de cada país de acuerdo a uno o más factores usados en sus cálculos. *Euromoney* establece con 1 al país más seguro. El puntaje se forma con factores de riesgo, yendo desde 100 para la mejor performance (generalmente los más industrializados) y descendiendo a la peor. Los criterios utilizados se basan en:

- **Indicadores de mercado**, 40 %, cubriendo acceso a mercado de bonos (15 %); disponibilidad de financiamiento de corto plazo (10 %); y acceso a mercados comerciales (15 %).

- **Indicadores analíticos**, 40 %; riesgo político (15 %); riesgo económico (10%); indicadores económicos (15 %). Dentro de los indicadores económicos se incluyen tres variables: la proporción del servicio de la deuda con respecto a las exportaciones, medida en términos de liquidez; y la posición del balance de pagos respecto del PIB y el porcentaje de la deuda externa respecto del PIB medida por susolvencia. - **Indicadores de crédito**, 20 %, conducta de pagos (15%); dificultades para reprogramar la deuda (15 %).

CUADRO 2:
Argentina según Euromoney Ratings 1982-1994

<i>AÑO</i>	<i>PUNTAJE</i>	<i>RANKING</i>	<i>EVENTO</i>
1982	37.50	94	Guerra de Malvinas (sube riesgo)
1983	43.12	65	Vuelta Democracia (baja riesgo)
1984	18.50	95	Dificultades con la deuda externa y aumento de inflación (sube riesgo)
1985	23.35	79	Plan Austral (baja riesgo)
1986*	29.00	82	
1987	31.00	67	Plan Primavera (baja riesgo)
1988	30.00	83	Incertidumbre, inflación y derrota electoral del gobierno (sube riesgo)
1989	28.00	92	Hiperinflación (sube riesgo)
1990	33.30	82	
1991	34.90	78	Plan de Convertibilidad (baja riesgo)
1992	45.00	54	
1993	50.46	55	
1994	56.18	49	

Fuente: Euromoney Risk Ratings, New York (varios números).

* **Nota:** A partir de 1986, Euromoney incorporó una mayor ponderación a los factores políticos que en anteriores ratings.

Se ha tomado la evolución del riesgo en la Argentina a partir de los acontecimientos de la Guerra de Malvinas y para la primera década a partir de la recuperación de la democracia.

En 1982, un año antes de las elecciones en las que triunfó Raúl Alfonsín, Argentina atravesaba grandes dificultades referidas a la Guerra de Malvinas, fuertes presiones sociales y políticas y la crisis de legitimidad del régimen militar. Argentina era evaluada muy pobremente (94/37.50) por las condiciones políticas inestables, la inflación, y la crítica situación económica derivada de la crisis de la deuda y de la política

socioeconómica del gobierno. En 1983 el clima político mejoró con la apertura y quedó reflejado en el rating (65/43.12). El último presidente de la Junta Militar, General Bignone, había llamado a elecciones para octubre de 1983, y se había firmado un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional. Estas condiciones favorables ayudaron a la Argentina a avanzar treinta lugares en los rankings.

Sin embargo, en 1984 Argentina volvió a descender otra vez (95/18.5) en el ranking y fue ubicada entre las diez peores economías que más se deterioraron durante el año, de peor performance, crecimiento más lento, tipo de cambio más débil (respecto de DEG), y entre los países en desarrollo más inflacionarios de la década (Euromoney, 1984, p. 299).

¿Por qué la Argentina fue ubicada entre los peores países de la década colocados en función de sus resultados?. En 1984 el gobierno fue incapaz de controlar las crecientes presiones inflacionarias e inestabilidad del tipo de cambio. Las negociaciones con el FMI se complicaron junto con la estrategia de formar un club de deudores para confrontar o negociar en conjunto con los bancos acreedores, provocaron una gran inseguridad en las instituciones económicas y financieras. En el terreno político, el gobierno enfrentaba demandas populares crecientes para castigar a los responsables de la represión y para mejorar el deterioro de las condiciones socio-políticas. Esta situación y las fuertes expectativas de la población, generaban un clima de confusión y descontento.

En 1985, Argentina mejoró su posición (79/23.35), ubicándose entre los primeros diez países de América Latina detrás de Colombia (47/55.7), México (55/45.55), Paraguay (60/37.45) y Panamá (70/27.9). Sin embargo, los países latinoamericanos en general, se ubicaron muy mal en comparación con aquellos de reciente industrialización, los asiáticos, cuyo puntaje se encontraba por encima de los setenta puntos. Las razones fundamentales del ascenso argentino fueron la mejora de la balanza comercial y la implementación del plan Austral en junio de 1985 que bajó la inflación, ordenó las cuentas fiscales y generó un clima más optimista.

En 1986, se mantuvieron las condiciones favorables (82/29.0), con una octava posición entre las naciones latinoamericanas. En 1987, Argentina avanzó posiciones y mejoró su puntaje (67/31.0)². Había vivido dos años de relativa baja inflación y se había introducido un nuevo programa para capitalizar deuda intercambiando deuda externa por inversión extranjera directa.

En 1988, Argentina descendió otra vez (83/30.0). El plan Austral no generó cambios estructurales y la inflación, aunque baja, era alta para los estándares internacionales. El gasto público seguía siendo alto, sobre todo para un país con una profunda crisis financiera. Las propuestas de reformas y privatizaciones habían fracasado frente a una fuerte oposición en el Congreso.

Luego de la derrota de septiembre de 1987, el gobierno enfrentaba una crisis de confianza frente a la creciente frustración ciudadana.

En 1989, las tensiones existentes explotaron. La extrema hiperinflación de casi 5,000 % y las tasas de interés de casi 600 %, incertidumbre sobre las elecciones y otros problemas, empeoraron fuertemente la posición de Argentina (101/28.0). Ya no se ubicaba entre los diez mejores países de América Latina (que igualmente seguían mal posicionados internacionalmente). Argentina figuraba detrás de Venezuela, México, Uruguay, Chile, Colombia, República Dominicana, Paraguay, Panamá, Costa Rica, Brasil, Guatemala, Honduras y Ecuador.

En 1990, el nuevo programa económico mejoró la posición de Argentina (82/33.3). Especialmente a partir de 1991, con el plan de Convertibilidad y la profundización de las privatizaciones, la liberalización y la desregulación mejoraron obviamente la posición frente a los inversores internacionales (78/34.9). Esta tendencia positiva continuó en 1992 (54/45.0), cuando por primera vez se ubicó sexto, luego de Chile (ver cuadro) entre los países latinoamericanos.

Las áreas en las cuales la Argentina mostró una muy importante mejoría en los rankings de Euromoney fueron performance económica, riesgo político, indicadores de deuda (Argentina se había incorporado

² El sistema de puntaje empezó a ponderar más los indicadores analíticos y factores de riesgo político que contribuyeron a posicionar mejor a Argentina respecto a otros países subdesarrollados.

al plan Brady) y acceso al mercado de capitales. En 1993 (50.46/55) y 1994 (49/56.18), la tendencia continuó de la misma forma mejorando la posición en las mediciones.

Aunque al momento de escribir este trabajo no contamos con la información para 1995 (que se publicará en estos días), factores económicos como la salida neta de capitales, el repliegue de la demanda de activos internos, los problemas fiscales, el aumento del desempleo y factores políticos tales como hechos de corrupción y denuncias de fraude electoral, permiten pronosticar un deterioro en la calificación de la Argentina para 1995.

El seguimiento de los rankings muestra lo sensible que es el inversor a algunos factores claves de riesgo económico: condiciones económicas como inflación, deuda, acceso al mercado de capitales y relaciones con los bancos internacionales de crédito; y de riesgo político: conducta del gobierno y de los partidos de oposición, confianza en el funcionamiento, fortaleza y estabilidad de las instituciones políticas.

IV. CONCLUSIONES.

- 1) La globalización de los mercados y el dramático aumento del flujo de inversiones y de comercio en los noventa, vuelve a colocar a la ciencia política frente a la necesidad de profundizar métodos de análisis del riesgo país. Los ya existentes poseen una mayor ponderación de aspectos financieros y existen pocas alternativas provenientes desde nuestra disciplina. A pesar del problema de la subjetividad y la cuantificación de variables, es importante avanzar en técnicas para medir el riesgo país.
- 2) Se debe diferenciar el análisis "micro" realizado por la empresa para inversiones específicas, del "macro" que facilita el análisis de las condiciones globales de un país. Inclusive sabiendo que existe una gran dosis de subjetividad, el análisis de mediano y largo plazo es importante y debe ser incorporado en el flujo de costos.

-
- 3) Aunque hay diversos factores que como hemos visto deben considerarse, tal cual lo demuestra la evolución del riesgo, la interrelación entre estabilidad política y estabilidad económica no se puede obviar. Hay algunas prioridades políticas y económicas a seguir en una estrategia orientada a mejorar la posición que favorezca la inversión y el crecimiento y mejorar la estabilidad del país.
 - 4) Las políticas de los gobiernos no son neutrales ni gratuitas y tienen un efecto concreto sobre el *riesgo país* y las inversiones. Para que un país sea confiable y atractivo para invertir, debe tener en cuenta que la inestabilidad política y económica, la exclusión y la conflictividad social se pagan caro. Para atraer inversiones, única forma de disminuir el desempleo y mejorar la calidad de vida, hay que tener un gran horizonte de estabilidad política, social y económica.
 - 5) Condiciones macroeconómicas estables son el punto de partida básico que tiene en cuenta un inversor. Una política monetaria y fiscal ordenada crea certidumbre y confianza en la economía. Pero ésto no es lo único que transforma a un país en "serio" o "moderno". También hay que considerar los aspectos político-institucionales y sociales. Un régimen político que es aceptado por sus ciudadanos, con equidad social y donde se respeta la ley, contribuye a generar un clima favorable para las inversiones. *POST Data*

V. BIBLIOGRAFÍA

- AFRIYE, KOFI, *Enhancing FDI and Value-Added Production in Developing Economies: Governments, MNEs, and Development Agencies*, en *The International Trade Journal*, (Laredo, Texas: Laredo State University, Fall 1992), pp. 85-109.
- Balance Preliminar para América Latina y el Caribe 1985*, (Santiago: CEPAL, Años 1982-1995).
- BANKER, PRAVIN, *You're the Best Judge of Foreign Risks*, en *Harvard Business Review* (Vol. 61, No. 2, 1983), pp. 157-165.
- BAGLINI, NORMAN, *Global Risk Management: How U.S. International Corporations Manage Foreign Risks*, (New York: Risk Management Society, 1983).
- BORÓN, Atilio, *Menem's Neoliberal Experiment*, Southern California Workshop on Political and Economic Liberalization, (San Diego, California: U.S.C., March 22, 1993).
- BREWER, THOMAS, *Political Risk Assessment for Foreign Direct Investment Decisions: Better Methods for Better Results*, en *Columbia Journal of World Business*, (Spring 1981), pp. 5-12.
- BREALEY, RICHARD & STEWART MYERS, *Principles of Corporate Finance*, 3. Ed., (New York: McGraw-Hill, 1988).
- BRIONES, RODRIGO, *The Political and Economic Risk Analysis of Foreign Investment, en Managing and Evaluating Country Risk*, en *Managing and Evaluating Country Risk* (New York: Business Corporation, 1983).
- EITEMAN, D. & STONEHILL, A., *Multinational Business Finance*, 5ta. Ed., (Reading, Massachussetes: Addison-Wesley, 1989).
- EIU Argentina Country Profile*, en *The Economist Intelligence Unit*.
- Euromoney Country Risk Ratings 1982-1995*, en *Euromoney*, varios números: Setiembre 1982, Octubre 1983, Octubre 1984, Octubre 1985, Setiembre 1986, Setiembre 1988, Setiembre 1989, Setiembre 1990, Setiembre 1991, Setiembre 1992, Setiembre 1993 y Setiembre 1994.
- FIDEL, GABRIEL, *La Política Económica del Gobierno de Alfonsín*, (Mendoza, Argentina: Trabajo de Investigación, CIUNC, 1990).
- GHADAR, F. & MORAN, T., *International Political Risk Management: New Dimensions*, (Washington, D.C.: Georgetown University, 1984), pp. 88-107.
- GODDAR, SCOTT, *Political Risk in International Capital Budgeting*, in Robert Kolb, *The International Finance Reader*, (Miami, Florida: Kolb Publishing, 1991), pp. 357-362.
- GREEN, ROBERT, *Political Structures as a Predictor of Radical Political Change*, en *Columbia Journal of World Business* (Spring 1974), pp. 28-36.
- JODICE, DAVID, *Trends in Political Risk Assessment: Prospects for the Future*, en *International Public Political Risk Management: New Dimensions*, (Washington, D.C.: Georgetown University, 1984), pp. 8-26.
- KENNEDY, CHARLES, *Political Risk Management*, (New York: Quorum, 1987)

-
- LEDERMAN, PHILIPPE, *Political Risk: Identification and Assessment*, (Professional Report, Texas Business School, The University of Texas at Austin, 1983).
- LESSARD, D. & A. SHAPIRO, *Guidelines for Global Financing Choices*, en J. Stern & D. Chew, *New Developments in International Finance*, (New York: Blackwell, 1988), pp. 181-193.
- LEVI, MAURICE D., *International Finance: The Markets and Financial Management of Multinational Business*, 2da. Ed., (New York: McGraw-Hill, 1990).
- LI, RICHARD, *Investment and Political Risk Analysis: Frameworks and Strategies*, en *Global Risk Assessment: Issues, Concepts and Applications*, (Riverside, California: Jerry Rogers, 1983), pp. 115-130.
- LLOYD, BRUCE, *The Identification and Assessment of Political Risk in the International Environment*, (New York: Long Range Planning, Diciembre 1974).
- MADISON, CHRISTOPHER, *Kissinger firm hopes to make its mark as Risk Advisers to Coporate Chiefs*, en *National Journal*, (Junio 22, 1985), pp. 1452-57.
- MARK, AHN, *Strategic Risk Management: How Global Corporations manage Financial Risk for Competitive Advantage*, (Chicago: University of Chicago, 1991).
- MOORE, PETER, *The Business of Risk*, (Boston, Massachussets: Cambridge University Press, 1983).
- NAGY, P., *Quantifying Country Risk: A System Developed by Economists at the bank of Montreal*, en *Columbia Journal of World Business* (Fall 1978), pp. 135-147.
- NEWMAN, C. & CZECHOWICZ, J., *International Risk Management*, (Chichester, Wes.: Business International; 1983).
- O'LEARY, M. & COPLIN, W., *Political Risk in Thirty Five Countries*, (London, Great Britain: Euromoney Special Study, 1983).
- OXELHEIM, L. & WIHLBORG, C., *Macroeconomic Uncertainty: International Risks and Opportunities for the Corporation*, (Chichester, Wes.: J. Wiley & Sons, 1987).
- PORTA, CHRISTINE, *Evaluating and Monitoring Political Risk for Foreign Direct Investment by U.S. Multinational Corporations*, (Professional Report, Texas Business School, The University of Texas at Austin, 1986).
- ROBBOCK, STEPHAN, *Political Risk: Identification and Assessment*, en *Columbia Journal of World Business*, (Summer 1971), pp. 6-20/
- RODDOCK, DAVID, *Assessing Corporate Political Risk*, (New York: Rowman & Littlefield, 1986).
- RAO, RAMESH, *Financial Management, Concepts and Applications*, 2da. Ed., (Austin, Texas: McMillan, 1992).
- SCOTT, DAVID, *Understanding and Managing Investment Risk & Return*, (Chicago, Illinois: Probus, 1990).
- SHAPIRO, ALAN, *Multinational Financial Management*, 3ra. Ed., (New York: Allyn & Bacon, 1989).

SHUKLA, R. & TRZCENKA, C., *Research on Risk and Return: Can Measures of Risk Explain Anything?*, en *The Journal of Portfolio Investment*, (Spring 1991), pp. 15-21.

SIMON, JEFFREY, *Political Risk Assessment: Past Trends and Future Prospects*, en *Columbia Journal of World Business*, (Fall 1982). pp. 67-71.

VEIT, LAWRENCE, *Handbook of International Finance*, (New York: McGraw-Hill, 1978).

WAISMAN, CARLOS, *Memorandum on Economic and Political Liberalization in Argentina*, Southern California Workshop on Political Liberalization, (San Diego, California: U.S.C., March 22, 1993).