

# Deuda pública, ciclos políticos y mercados de capitales

## MEJORA DE LA GESTIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA EN AMÉRICA LATINA

La gestión de la deuda pública constituye un aspecto crucial de la política fiscal. Los países emergentes - especialmente las economías latinoamericanas - se enfrentan a un difícil compromiso en este ámbito. Las apremiantes necesidades de infraestructura y gasto social requieren endeudamiento público, con el fin de impulsar el desarrollo y el crecimiento económico, pero es notorio que un "elevado" nivel de deuda resulta costoso. La negativa percepción que los mercados puedan tener de la gestión de la deuda soberana o de la amenaza de incumplimiento agudiza la vulnerabilidad de las finanzas públicas y puede incluso reducir el crecimiento económico. En este contexto, el garantizar unas normas fiscales óptimas y una buena gestión de la deuda pública resulta de vital importancia para las perspectivas de crecimiento de cualquier país.

Este capítulo analiza cómo las percepciones de la deuda pública por parte de los principales actores de los mercados de capitales juegan un papel predominante en el mercado de deuda soberana, y cómo éstas percepciones, a su vez, dependen de la gestión de la deuda pública y de la credibilidad de la política económica. Las políticas económicas, específicamente la fiscal, resultan importantes para esos observadores. En primer lugar, existe el temor de que los representantes en el poder adopten políticas económicas expansionistas con miras a la carrera electoral; por otra parte, una cierta incertidumbre envuelve siempre las políticas presentadas por los candidatos más relevantes. Estas dos inquietudes trascienden de cualquier análisis que se lleve a cabo sobre las implicaciones que unas elecciones presidenciales pueden tener en las recomendaciones que hagan los bancos de inversión a los inversores en deuda pública.

Así, el presente capítulo muestra cómo los gobiernos, los partidos políticos y los candidatos pueden influir en la percepción que los mercados de capitales tienen de la deuda pública. Los gobiernos pueden hacerlo ofreciendo una sólida gestión de la deuda pública, pero todos los actores políticos influyen mediante el sentimiento que tengan de las políticas económicas por las que se decantan. Aun hoy, los gobiernos latinoamericanos recurren a una política fiscal expansionista a medida que se acercan las elecciones y lo hacen en mayor medida que sus homólogos de la OCDE y, por ello, los anuncios preelectorales sobre la política económica siguen siendo una cuestión abierta en la región. Con todo, resulta peligroso generalizar excesivamente, ya que el análisis de la situación particular de cada país de la región devela un panorama variado y complejo<sup>1</sup>.

## Gestión de la deuda pública y mercados de capitales

Abunda la investigación sobre deuda soberana en América Latina (véase BID 2006 para una detallada encuesta), en parte porque los países de la región son piezas clave en el mercado de deuda soberana –el saldo de su deuda externa representa más del 50 por ciento del total del mercado emergente (medida según el peso de los países latinoamericanos en el índice de bonos de los mercados emergentes EMBI Global, elaborado por JPMorgan); en parte porque los países latinoamericanos han sufrido en los últimos años crisis financieras en las que la deuda ha desempeñado una importante función; y, por último, porque las políticas de gestión de la deuda pública difieren sustancialmente de un lugar a otro de la región, lo que, muy adecuadamente – al menos, para el investigador –, permite sacar variadas conclusiones sobre qué hacer o no hacer en términos de endeudamiento público.

Una gestión responsable de la deuda pública exige que los actores políticos controlen los factores de riesgo inherentes a su cartera de deuda. La exposición a monedas extranjeras, la necesidad de refinanciar vencimientos a corto plazo, o una deuda indexada a tipos de interés flotantes son elementos que pueden presentar riesgos si se usan inadecuadamente o no se controlan de forma activa. Tratar estos riesgos resulta extremadamente difícil, dados los complejos compromisos que esto implica<sup>2</sup>. Por ejemplo, reducir la exposición a divisas podría requerir un mayor nivel de deuda nacional a corto plazo, con un cupón de interés más elevado<sup>3</sup>.

Los elevados niveles históricos de deuda externa han sido reducidos

86

Los niveles de la deuda pública en América Latina han sido tradicionalmente altos en comparación con los de otras economías emergentes, lo que ha hecho que la región sea vulnerable a factores externos y a riesgos de refinanciamiento. Sin embargo, desde 2004, estos niveles han descendido significativamente: en 2003, el valor de la deuda pública en la región superaba el 50 por ciento del PIB, mientras que, en la actualidad, es de aproximadamente el 35 por ciento. No cabe duda de que las condiciones internacionales durante ese periodo han sido excepcionalmente favorables: los elevados precios de los bienes, el sólido crecimiento económico mundial y la abundante liquidez financiera han contribuido a mejorar las razones de la deuda soberana y la sostenibilidad de la deuda; no hay que olvidar, además, que las prudentes políticas económicas adoptadas en numerosos países latinoamericanos también han desempeñado un papel importante, al promover abiertamente la disciplina fiscal y una adecuada gestión de la deuda pública en un contexto de lucha contra la inflación.

Sin embargo, del análisis de la proporción de deuda *estructural* en el PIB (esto es, la deuda ajustada por los ciclos de producción y del tipo de cambio real así como por los equilibrios fiscales estructurales) se desprende que la deuda pública sigue siendo elevada en América Latina, y supera incluso los niveles de deuda estructural observados en los albores del nuevo milenio (Izquierdo *et al.*, 2008). Por lo tanto, las economías latinoamericanas aún se muestran vulnerables a posibles choques adversos.

En primer lugar, un elevado nivel de deuda pública se asocia normalmente a un mayor riesgo de incumplimiento de pagos, lo cual es particularmente cierto en el caso de países con un historial de incumplimiento y elevada inflación. Los “antecedentes” cuentan, y los países que han sido incapaces de afrontar sus pagos en el pasado tienen mayor propensión a caer de nuevo en el incumplimiento. Es lo que se ha llamado “intolerancia de la deuda” (Reinhart *et al.*, 2003): un historial de incumplimientos merma la capacidad de un país para endeudarse en términos razonables y, por ende, algunas economías emergentes son incapaces de soportar niveles de deuda externa que serían fácilmente tolerables en otras. Los resultados

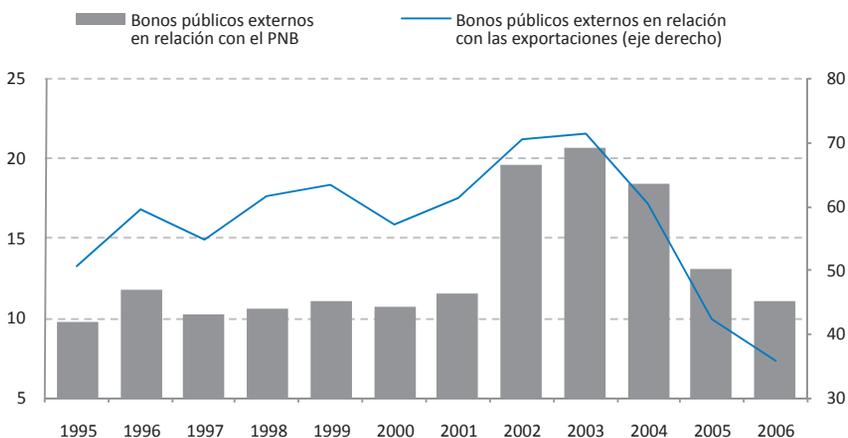
parecen apuntar que, en los países con intolerancia de la deuda, el umbral de la relación deuda externa/producto nacional bruto (PNB) es relativamente bajo, entre el 15 y el 20 por ciento.

En segundo lugar, la presente era de globalización financiera expone a las economías emergentes a sufrir más crisis que durante la primera era de globalización financiera acaecida a finales del siglo XIX (Bordo y Eichengreen, 2002). Numerosos ejemplos hay para los países latinoamericanos que han incumplido o reestructurado su deuda externa en los últimos 30 años<sup>4</sup>.

Con todo, analizar simplemente el nivel de deuda pública estructural esconde los considerables esfuerzos que los gobiernos latinoamericanos han realizado para mejorar la composición de dicha deuda. Los principales partícipes en el mercado latinoamericano de bonos (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, México, Panamá, Perú, República Dominicana, Uruguay y Venezuela) han reducido su exposición a divisas y, consiguientemente, los problemas de desajuste cambiario. Esto es muy significativo en una región en la que una gran parte del aumento de la deuda puede atribuirse, parcialmente, a efectos de balance (*balance-sheet effects*) (Campos *et al.*, 2006). Es cierto que las transacciones efectuadas recientemente para refinanciar deuda externa denominada en moneda extranjera con deuda interna denominada en moneda nacional han resultado costosas para los países latinoamericanos, pero este coste "al contado" podría considerarse como la prima de seguro contra una futura depreciación monetaria<sup>5</sup>.

En este contexto de condiciones internacionales favorables y de adecuada gestión de la deuda pública, los países latinoamericanos han mejorado la sostenibilidad de su deuda externa. La gráfica 3.1 muestra dos indicadores clásicos de la solvencia del Estado: la razón entre los bonos públicos externos y el PNB, y entre los primeros y las exportaciones de bienes y servicios. Desde 2004, ambos indicadores han disminuido significativamente en los países latinoamericanos en general. En concreto, la segunda de las razones, importante determinante del sentimiento de los bancos de inversión (véase el recuadro 3.3), ha descendido en el caso de todos los principales partícipes en el mercado latinoamericano de bonos.

**Gráfica 3.1. Bonos públicos externos en América Latina**  
(En porcentaje)



Nota: Los países latinoamericanos que cubre esta gráfica son Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Uruguay y Venezuela.

Fuente: Cálculos del Centro de Desarrollo de la OCDE, basados en *Global Development Finance Database* (2008) del Banco Mundial.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/471134744644>

Este descenso de las razones de deuda externa ha sido parcialmente compensado por un incremento de la deuda interna que, en los últimos años, se ha convertido en una fuente de financiamiento cada vez más importante de los mercados emergentes<sup>6</sup>. Las economías latinoamericanas han dedicado una considerable energía a reducir la exposición a monedas extranjeras en beneficio de bonos en moneda nacional, lo que, como beneficio colateral, ha traído consigo la intensificación de los mercados nacionales de bonos, permitiendo así el inicio del desarrollo del mercado privado.

Las condiciones económicas internacionales favorables han favorecido el cambio hacia monedas más estables y perfiles más maduros

La deuda interna indexada al tipo de cambio se ha reducido también sustancialmente. Destaca el caso de Brasil, donde la proporción de este tipo de deuda pasó del 37 por ciento en el año de crisis 2002 al 2.3 por ciento a principios de 2006. Como resultado de esta tendencia, los mercados nacionales de renta fija y los bonos en moneda nacional vendidos en mercados internacionales se han convertido en la principal fuente de financiamiento de Estados y empresas latinoamericanas. Según el Banco de Pagos Internacionales (BPI, 2008), el saldo de la deuda interna en América Latina pasó de 200 000 millones de USD en 1995 a cerca de 900 000 millones en 2005. Los inversores globales reasignaron parte de sus carteras a esos bonos nacionales, mientras los fondos de pensiones locales y otros agentes institucionales han ido aumentando también su presencia.

Y esta reasignación en favor de la deuda interna en moneda nacional está provocando un cambio en el perfil de riesgo de los emisores soberanos<sup>7</sup>. La deuda en moneda extranjera está disminuyendo, pero para algunos, lo está haciendo a costa de plazos más cortos<sup>8</sup>. Sin embargo, recientemente, algunos países han logrado garantizar plazos más largos en el mercado interno, aunque en algunas de esas emisiones la liquidez sigue siendo una preocupación. Entre otros ejemplos al respecto (entre paréntesis, el vencimiento de la deuda y la fecha de emisión), cabe citar a Brasil (2045 en 2004), Chile (2028 en 2008), Colombia (2023 en 2007), México (2036 en 2006) y Perú (2037 en 2007). Y esas emisiones no sólo han sido adquiridas por inversores nacionales, sino también extranjeros. Por ejemplo en México, los inversores extranjeros adquirieron el 80 por ciento de los bonos nacionales a largo plazo emitidos en 2004 por el gobierno mexicano (Castellanos y Martínez, 2006)<sup>9</sup>.

Además, la mayor parte de los países latinoamericanos han mejorado el marco de su mercado nacional en concordancia con las prácticas de los países de la OCDE, adoptando, en especial, medidas técnicas para promover la eficacia de sus mercados, tales como la limitación del número de emisiones y de la denominación de éstas, o la instauración de un proceso de adjudicación transparente y de regulación en el mercado primario. Al mismo tiempo, los mercados secundarios se han beneficiado de mejores procesos de creación de mercados, de la elaboración de curvas de rendimiento de referencia, de la promoción de productos derivados, etcétera.

## Deuda interna y deuda internacional frente a frente: la eterna encrucijada latinoamericana

Hasta hace poco, las restricciones financieras (como las crisis) y los imperativos institucionales (derivados, por ejemplo, de programas del FMI) han venido coartando el acceso de los países emergentes y en desarrollo a los mercados de capitales internacionales. Sin embargo, actualmente, el contexto es bien diferente, y el crecimiento del mercado interno de deuda soberana en los países latinoamericanos en los últimos años se ha producido con un sólido entorno financiero como telón de fondo y sin limitaciones institucionales a la emisión de deuda externa<sup>10</sup>.

A pesar de estar liberadas de esas limitaciones, las economías emergentes aún pueden seguir hallando dificultades para endeudarse en su propia moneda: es lo que se conoce comúnmente como el problema del “pecado original”. La explicación de esas dificultades no radica sencillamente en la existencia o inexistencia de instituciones sólidas y de políticas fiscales y monetarias prudentes. Estos factores explicativos son obvios cuando se comparan los mercados de las economías emergentes con los de países más desarrollados, pero no resultan tan evidentes cuando se intenta diferenciar varias economías emergentes entre sí. Al parecer, los países emergentes que han logrado instaurar con éxito sus políticas fiscal y monetaria y han emprendido reformas para reforzar sus instituciones no siempre gozan de la confianza de los inversores. Para algunos, el problema consiste más bien en la estructura del sistema financiero internacional (véase al respecto Eichengreen y Hausmann (2005) y sus interesantes análisis).

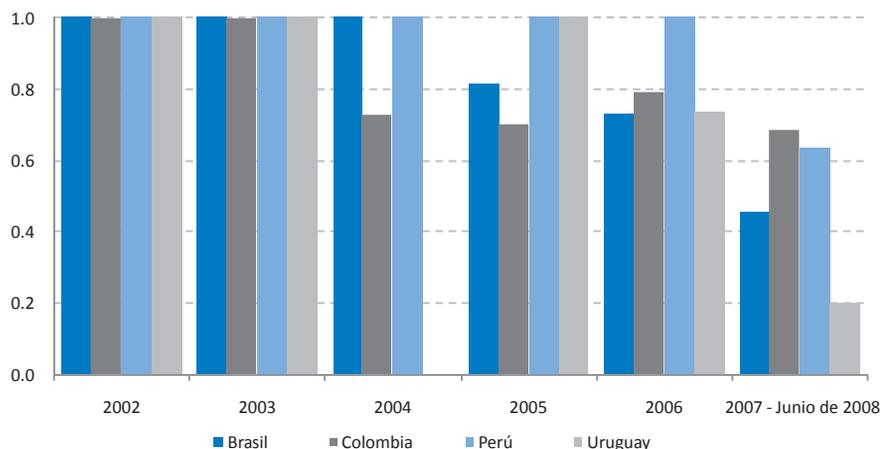
La gráfica 3.2 ofrece un “índice de pecado original” para los países latinoamericanos que han emitido deuda externa en moneda nacional en los últimos años. Para un país dado, el valor de su índice es igual a uno menos el cociente de la deuda internacional en moneda nacional y la deuda internacional total. Por lo tanto, un país sin emisión de deuda externa en moneda nacional tendría un índice de uno, mientras que un país que fuese capaz de financiar su endeudamiento íntegramente en su propia moneda tendría un índice de cero. En los años 1990 y principios de 2000, la práctica totalidad de la deuda pública latinoamericana emitida en el exterior estaba denominada en moneda extranjera<sup>11</sup>, por lo que el valor del “pecado original” en la región era elevado. En 2004, Colombia y Uruguay emitieron bonos globales denominados en sus respectivas monedas nacionales<sup>12</sup>. Al año siguiente, Colombia relanzó la emisión, de nuevo en pesos colombianos, y Brasil inició su propia emisión de bonos globales en reales. Estos tres países siguieron colocando deuda en el mercado en 2006 y, en 2007, Perú se unió a ellos. A medida que el mercado se ha ido desarrollando, los vencimientos se han ido alargando de forma considerable. Y así, mientras en 2004 Colombia y Uruguay emitieron bonos a seis y dos años respectivamente, en 2007 Brasil y Colombia colocaron ya con éxito bonos a 20 años, y Perú y Uruguay, a 30 años. Al tiempo, la comisión de suscripción (*underwriting spread*, esto es, la abonada por los gobiernos a los bancos de inversión encargados en el mercado primario de bonos a la distribución internacional de valores) tanto sobre los bonos en moneda nacional como sobre los denominados en moneda extranjera registró una bajada sustancial.

Cabe preguntarse si todos estos cambios positivos son sostenibles. Para contestar a esta pregunta, los países de altos ingresos que no empezaron a emitir deuda soberana externa denominada en moneda nacional hasta después de 1973 constituyen una útil prueba empírica; Canadá, Australia y Nueva Zelanda se cuentan entre esos países. Su experiencia pone de relieve la importancia de contar con sólidas instituciones financieras, regímenes monetarios creíbles y un buen nivel de intermediación financiera, y recuerda, asimismo, que los choques externos negativos pueden cerrar los mercados internacionales a numerosos agentes (Bordo *et al.*, 2005).

En los últimos años, los países de la OCDE han seguido disminuyendo la proporción de su deuda externa en moneda extranjera, que pasó de 17 por ciento en 1980 a 6 por ciento en 2003 (OCDE, 2005). En el caso de las economías emergentes, la situación general resulta menos clara, porque el éxito de sus emisiones de deuda en moneda nacional depende más de factores comerciales y financieros, y de la liquidez cambiaria internacional que éstos proporcionan, que del hecho de contar con instituciones sólidas. Estas son las lecciones de la primera era de globalización, examinadas en el recuadro 3.1<sup>13</sup>.

Las restricciones históricas existentes para el endeudamiento en el exterior en moneda nacional – ‘el pecado original’ – parece que se alivian

**Gráfica 3.2. "Índice de pecado original"<sup>a b</sup>**



Notas:

a) Datos sobre flujos.

b) Siguiendo a Eichengreen *et al.*, (2005), el "índice de pecado original" es igual a:

$$1 - \frac{\text{deuda internacional emitida por el país } i \text{ en moneda local}}{\text{deuda internacional emitida por el país } i}$$

Fuente: Cálculos del Centro de Desarrollo de la OCDE, según la base de datos Dealogic.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/471134744644>

El desarrollo del mercado interno de deuda pública en América Latina no es algo nuevo, pero las razones que lo mueven han cambiado. En el siglo XIX y a principios del siglo XX, la imposibilidad de acceder a los mercados internacionales de capitales, debido a la debilidad de los propios cimientos de los diversos países o a las condiciones externas negativas, propulsó la expansión de los mercados internos. Durante la última parte del siglo XX, se abrió el acceso a los mercados internacionales, de forma que, hacia los años 1990, sólo Chile mantenía una elevada proporción de deuda pública interna (68 por ciento del PIB en 1990).

En Brasil, Colombia y México, el crecimiento del mercado de deuda pública interna se reanudó a mediados de los años 1990. La limitación del acceso a los mercados internacionales de capitales posterior a las crisis ocurridas en ciertos países emergentes (México en 1994, economías de Asia oriental en 1997 y Rusia en 1998) incitó a los actores políticos a desarrollar fuentes de financiación nacionales fiables. Pero, además, también intervinieron ciertos factores macroeconómicos internos. Así, en Brasil, por ejemplo, la aplicación del Plan Real antiinflacionario y la no utilización de la política monetaria para financiar el déficit fiscal, constituyeron factores determinantes. De igual forma, en México, la aprobación de políticas económicas creíbles hizo que los bonos soberanos fueran más atractivos para el mercado nacional. En cambio, y en claro contraste con lo anterior, el consistente incremento de emisiones públicas desde los años 1990 en Colombia se explica más bien por el aumento de las necesidades de financiación gubernamentales (véase Borensztein *et al.*, 2008).

### Recuadro 3.1. La deuda externa e interna en la primera era de globalización

Durante la primera era de globalización, que se produjo en el siglo XIX, los principales centros financieros de la época – Londres, París, Berlín y Amsterdam se abrieron a los prestatarios internacionales. Los mercados financieros ofrecían a los prestatarios extranjeros la posibilidad de recabar recursos externos mediante ofertas públicas realizadas a través de bancos de inversión, de un modo muy similar a como opera actualmente el mecanismo de oferta pública primaria (Flores, 2007), o mediante mercados secundarios integrados y con elevada liquidez, desde donde los inversores, bancos y otros agentes revendían los bonos internos (nacionales, provinciales o municipales) a los mercados exteriores, centrándose en Lombard Street, el centro neurálgico financiero del mundo por aquel entonces.

Antes de los años 1880, muchos países latinoamericanos se encontraban negociando incumplimientos anteriores (más concretamente, Colombia, Ecuador, México, Perú y los países centroamericanos). Por lo tanto, sus gobiernos sólo podían acceder a mercados financieros internos, donde los recursos eran escasos y caros. Brasil constituía una excepción, lo que Summerhill (2006) explica apuntando que Brasil podía atraer gran cantidad de ahorro interno gracias a su marco institucional único, instaurado y desarrollado desde su independencia en 1824<sup>14</sup>. El primer panel de la gráfica 3.3 ilustra la posición de este país para la deuda a largo plazo, comparando la proporción de deuda interna en relación con la deuda total en cuatro países latinoamericanos, y demuestra que, con el tiempo, la tendencia era a la baja para todos ellos.

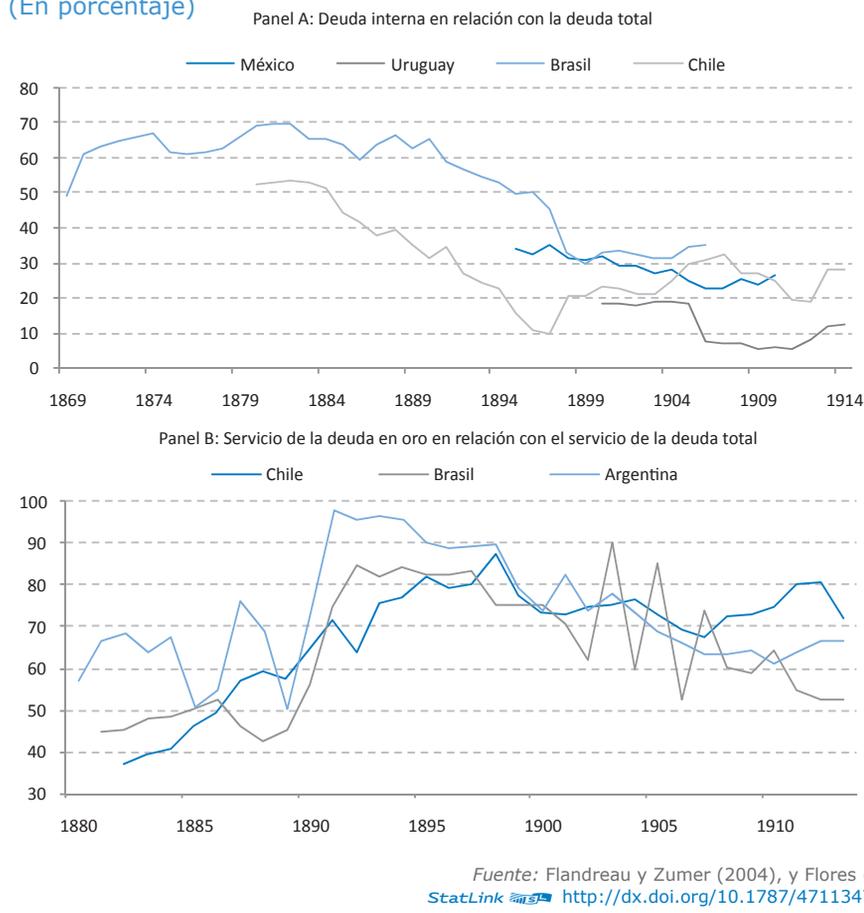
Los años 1880, registraron el regreso de numerosos países latinoamericanos a los mercados financieros internacionales (un regreso que, en muchos aspectos, recuerda la reapertura de los mercados liderada por los bonos Brady en los años 1990). Brasil, Chile, Uruguay y, sobre todo, Argentina participaron activamente en esa época. Con todo, el *boom* inicial se saldó con un hundimiento, y la crisis de Baring de 1890 restringió en gran medida el mercado desde ese momento.

Hubo que esperar hasta la *belle époque* de después de 1900 para que las mejores condiciones externas y la mayor liquidez internacional permitiesen a los países endeudarse de nuevo en términos más favorables, un estado de cosas que se mantendría hasta el estallido de la Primera Guerra Mundial. Existen pruebas contundentes de que, en esa época, los Estados prefirieron los mercados externos a los internos, incluso pese a que en dichos mercados se exigía casi sistemáticamente una “cláusula cambiaria”, que vinculaba el valor del bono a un valor subyacente expresado en una moneda internacional. Presumiblemente, se consideraba que el desajuste cambiario que esto introducía, valía la pena si con ello se podía acceder a los imbatibles precios del mercado internacional; los diferenciales (*spread*) de ese mercado con relación a la deuda del gobierno británico seguían reduciéndose durante ese periodo. Además, los bonos nacionales emitidos para el mercado interno también siguieron circulando en Europa a través de los mercados secundarios, en particular, si contenían una cláusula cambiaria<sup>15</sup>. Ésta es la principal razón por la cual la mayor parte del servicio de deuda latinoamericano se pagaba en la moneda de grandes países exportadores que mantenían el patrón oro (gráfica 3.3, segundo panel).

Carmagnani (1994) examinó el caso de México, y sus conclusiones al respecto tienen validez general. Señala Carmagnani que la ausencia de un mercado de capitales consolidado en América Latina hizo que la inscripción tanto de bonos internos como externos en Londres en los primeros años del siglo XX resultase muy atractiva para los inversores por dos razones: por su mayor liquidez y por un menor riesgo (percibido) de incumplimiento, dado que la inscripción suponía someterse a la supervisión externa de la disciplina financiera. (Como ilustración de este último punto, México, que en aquel entonces acababa de volver a los mercados internacionales de capitales y deseaba proteger su solvencia, seguramente favoreció el servicio de la deuda por encima de otros gastos de gobierno).

Flandreau y Sussman (2004) apuntan que casi todos los bonos internacionales, independientemente de su país de origen, estaban denominados en moneda extranjera o contenían cláusulas cambiarias porque representaban exactamente el conjunto de liquidez que los emisores deseaban atraer, con la excepción de aquellas monedas que gozaban de liquidez internacional como resultado de su papel en el comercio internacional. Estas "monedas internacionales" tenían tanto un mercado interno con liquidez como un mercado internacional fuera de sus fronteras del que podían obtener préstamos. Este análisis implica que fue el hecho de contar con mercados monetarios desarrollados lo que permitió a los países colocar su deuda interna en el exterior, incluso en ausencia de políticas macroeconómicas sólidas. España, el Imperio Austrohúngaro y Rusia son buenos ejemplos de esta afirmación. Por supuesto, las cláusulas cambiarias eran comunes para países con "buena reputación", como Dinamarca, Noruega o Suecia, cuyas monedas tenían poca liquidez internacional.

**Gráfica 3.3. Deuda pública en la primera era de globalización**  
(En porcentaje)



## MERCADOS DE CAPITALES, DEMOCRACIA Y COSTE DE LA DEUDA

En América Latina, existe una paradójica interacción entre dos tendencias realmente positivas: la consolidación democrática observada en numerosos países de la región, tratada en el capítulo 1, y una gestión de la deuda pública cada vez más prudente y sostenible, apuntada anteriormente en este mismo capítulo. Por una parte, la mejora en la gestión de la deuda ha reducido el coste de la política fiscal para los gobiernos latinoamericanos, ya que ha acortado los diferenciales y ha limitado las comisiones de suscripción. Sin embargo, por otra parte, los mercados de capitales siguen mostrándose aprensivos ante los procesos electorales, de tal forma que pueden provocar un aumento en el coste de la emisión y del servicio de la deuda. El presente apartado pasará revista a los indicadores cuantitativos y cualitativos de la confianza de los mercados de capitales en la política económica (incluida la fiscal) de los países latinoamericanos. Los indicadores elegidos son los diferenciales de los bonos soberanos, las comisiones de suscripción, las evaluaciones financieras o calificaciones (*ratings*), y las recomendaciones de los bancos de inversión. Aunque el estudio de estos indicadores demuestra claramente que el sentimiento general hacia las políticas económicas latinoamericanas ha mejorado en general, este sentimiento sigue deteriorándose en los periodos próximos a las elecciones presidenciales u otras elecciones.

Pero ¿qué explica esta sistemática inquietud en periodo electoral? En primer lugar, existe el temor de que los representantes políticos en el poder adopten políticas económicas expansionistas, que resulten insostenibles, con el único fin de captar votos, dicho de otra forma, el temor a un auge preelectoral que se traduzca en un desplome postelectoral. En segundo lugar, impera la incertidumbre sobre la credibilidad de las políticas económicas postelectorales de los candidatos, "credibilidad" que, en este contexto, debe entenderse como la sostenibilidad general de un conjunto económico y sus implicaciones para el servicio de la deuda existente e implícita; en este sentido, un candidato podría, por lo tanto, prometer de forma totalmente creíble introducir políticas "no creíbles".

Para el análisis, se ha procedido en tres etapas. En la primera, se presenta el conjunto de indicadores que miden el cambio de percepción sobre la deuda pública; en la segunda, se examina la repercusión de las incertidumbres que pesan sobre los procesos políticos en América Latina; por último, en una tercera fase, se analiza si los inversores tienen motivos para sentirse nerviosos ante la inminencia de un proceso electoral, es decir si en realidad los procesos electorales están asociados a expansiones fiscales insostenibles y a anuncios políticos poco creíbles, a los cuales los mercados de capitales parecen temer.

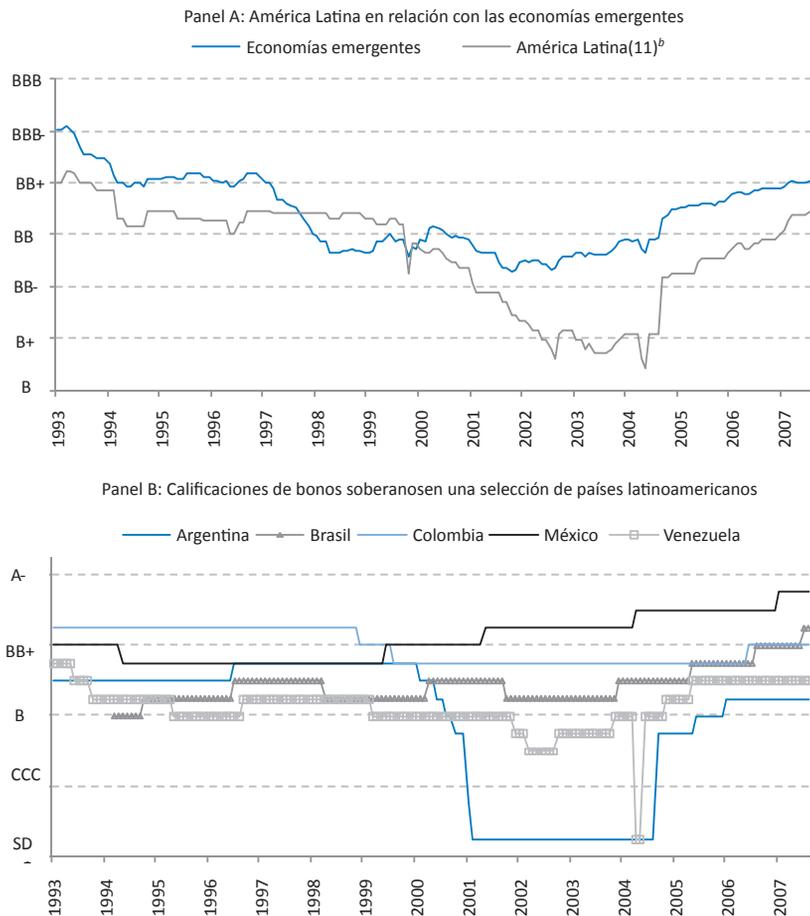
### Las percepciones de mercado sobre la deuda latinoamericana

La percepción que los partícipes del mercado tienen de los países emergentes y, en especial, de los países latinoamericanos, ha mejorado considerablemente desde finales de 2004, tras los últimos coletazos de las crisis argentina y brasileña. Esa percepción puede plasmarse de forma cuantitativa, mediante las evaluaciones financieras de los bonos soberanos que realizan las agencias de calificación, los diferenciales de los bonos latinoamericanos en relación con una referencia dada, las comisiones de suscripción que los bancos cobran por distribuir nueva deuda soberana, y las recomendaciones que los bancos de inversión hacen a sus clientes.

La percepción general sobre los bonos soberanos latinoamericanos está mejorando...

El primero de estos indicadores, las evaluaciones financieras de la deuda soberana (gráfica 3.4), muestra una reducción general de la diferencia entre los países latinoamericanos y otras economías emergentes. Esta tendencia se ha confirmado recientemente con la recalificación al alza, desde finales de 2006, de Argentina, Brasil (grado de inversión de Standard & Poor's en 2008), Chile (grado de inversión), Colombia, República Dominicana, Ecuador, México (grado de inversión), Perú (grado de inversión de Fitch Ratings en 2008) y Uruguay. Estas recalificaciones, en particular las que suben a grado de inversión, abren el mercado de la deuda de un país a nuevas clases de inversores institucionales, tales como fondos de pensiones, sociedades de inversión colectiva o compañías de seguro, a los que la normativa restringe los activos que pueden poseer. Pese a la importancia de estas nuevas calificaciones, América Latina sigue recibiendo calificaciones más bajas que el grupo de economías emergentes considerado en su conjunto aunque, como lo demuestra la gráfica 3.4 éste no siempre ha sido el caso.

**Gráfica 3.4. Calificaciones de los bonos soberanos<sup>a</sup>**



Notas:

a) Transformación lineal de las calificaciones. Una calificación más alta corresponde a un valor más alto (por ejemplo, un bono calificado con D corresponde a 1, mientras un bono con una calificación AAA equivale 23 puntos).

b) Los países latinoamericanos incluidos son Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, El Salvador, México, Perú, República Dominicana, Uruguay y Venezuela.

Fuente: Cálculos del Centro de Desarrollo de la OCDE, basados en información de Standard & Poor's. [StatLink !\[\]\(ceb7cef9f9d693d102dfe501130037c6\_img.jpg\) http://dx.doi.org/10.1787/471134744644](http://dx.doi.org/10.1787/471134744644)

De la misma forma, los diferenciales de los bonos soberanos demuestran claramente que los inversores consideran el riesgo del crédito en bonos soberanos latinoamericanos más favorablemente que tiempo atrás<sup>16</sup>. En el caso de una economía emergente, el diferencial de los bonos soberanos se define como la diferencia entre el rendimiento de los bonos emergentes y el rendimiento de los bonos de las mismas características emitidos por un país de referencia<sup>17</sup>. Si el diferencial crece, esto implica que hay una percepción mayor del riesgo en la economía emergente; si disminuye, refleja la correspondiente reducción en la percepción del riesgo.

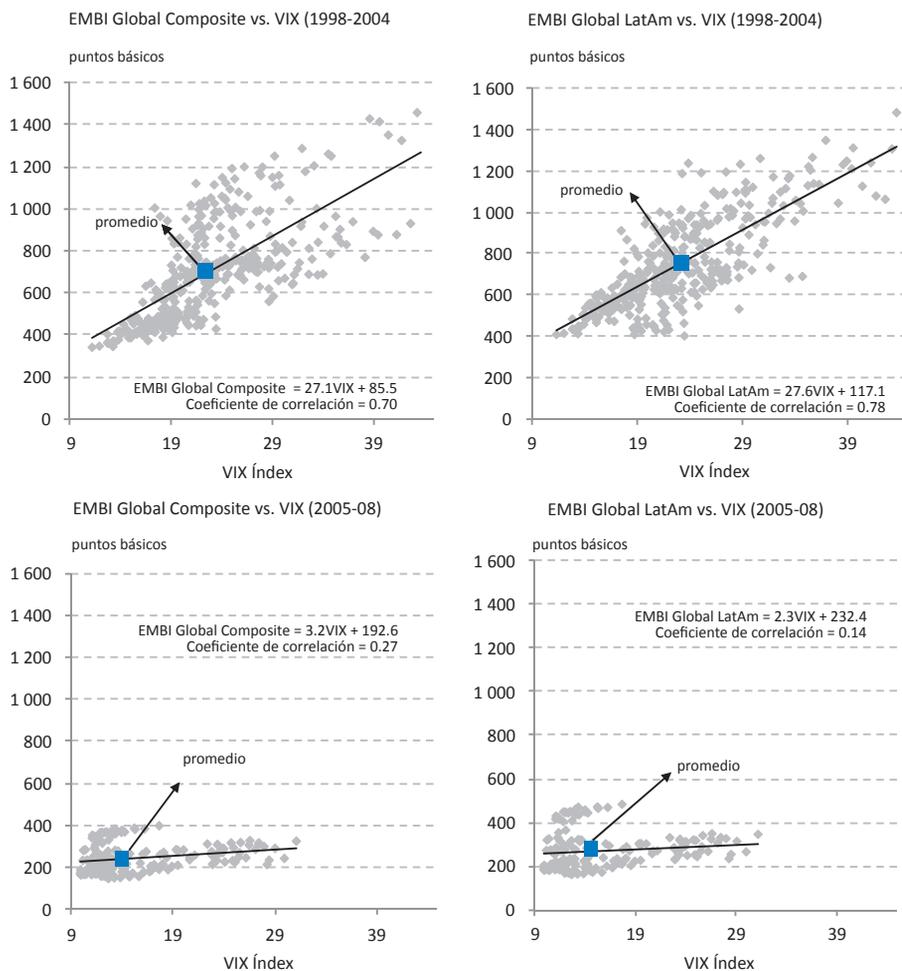
... lo cual se refleja en mejores calificaciones y menores diferenciales de los bonos soberanos

Desde finales de 2002, los diferenciales de los bonos se han reducido significativamente en los países latinoamericanos y emergentes en su conjunto. En el caso de América Latina, un importante factor que se esconde tras este cambio es la mejora de la percepción de la resistencia de la región a choques adversos. La gráfica 3.5 compara los diferenciales de los bonos con la volatilidad implícita de la Bolsa estadounidense, usada por el mercado de capitales como un indicador de la aversión general al riesgo. En el pasado, las economías emergentes, y más particularmente las latinoamericanas, han solido mostrarse muy sensibles a los cambios de las condiciones externas. De hecho, en el periodo comprendido entre 1998 y 2004, la correlación entre los diferenciales de los bonos soberanos y la aversión general al riesgo era ligeramente superior en los países latinoamericanos que en los otros países emergentes (0.8 y 0.7 respectivamente). La actitud de los inversores ante el riesgo constituye uno de los factores fundamentales que explican los diferenciales de bonos soberanos y los flujos de cartera en los países latinoamericanos (véase García-Herrero y Ortiz, 2006).

Seguramente, las propicias condiciones internacionales de los últimos años explican en gran parte la reducción de los diferenciales de bonos soberanos en América Latina. Y, sin embargo, la correlación entre las condiciones externas y los diferenciales soberanos ha caído, de forma que, en el periodo 2005-08, era inferior que en el periodo 1998-2004. Esta afirmación resulta particularmente evidente cuando se observa la respuesta del mercado ante la crisis de los créditos de alto riesgo (*subprime crisis*) y la severa restricción del crédito (*credit crunch*), ya que los diferenciales de los bonos soberanos latinoamericanos sólo aumentaron ligeramente en relación con el incremento de la aversión general al riesgo, menos de lo que se hubiera esperado en el pasado ante fenómenos similares.

Para explicar el mecanismo que se esconde tras esta disociación, Powell y Martínez (2008) apuntan a aspectos tales como la mayor integración de los mercados de capitales, la mejora de la información disponible y la mayor facultad de discriminación de los mercados<sup>18</sup>.

**Gráfica 3.5. Diferenciales de los bonos soberanos en relación con la aversión general al riesgo: América Latina y países emergentes**



*Nota:* El EMBI Global LatAm y el EMBI Global Composite son los diferenciales de bonos soberanos en América Latina y en las economías emergentes respectivamente, calculados por JPMorgan. El índice VIX (CBOE Volatility Index) es la volatilidad implícita de opciones sobre el índice S&P500.

*Fuente:* Cálculos del Centro de Desarrollo de la OCDE, con base en *Datastream* (base de datos).  
 StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/471134744644>

El resultado de los mercados de deuda de América Latina se ve menos influenciado hoy por el estado general de la economía mundial y depende más de sus propios fundamentos

En el segundo par de gráficas, el hecho de que la línea sea más plana indica que existe una correlación más débil entre los cambios en la aversión general al riesgo y el sentimiento sobre los bonos soberanos (medido según el diferencial de éstos). El resultado de los mercados de deuda de América Latina y de las economías emergentes se ve menos influenciado hoy por el estado general de la economía mundial y depende más de la evaluación que se haga de sus propios fundamentos.

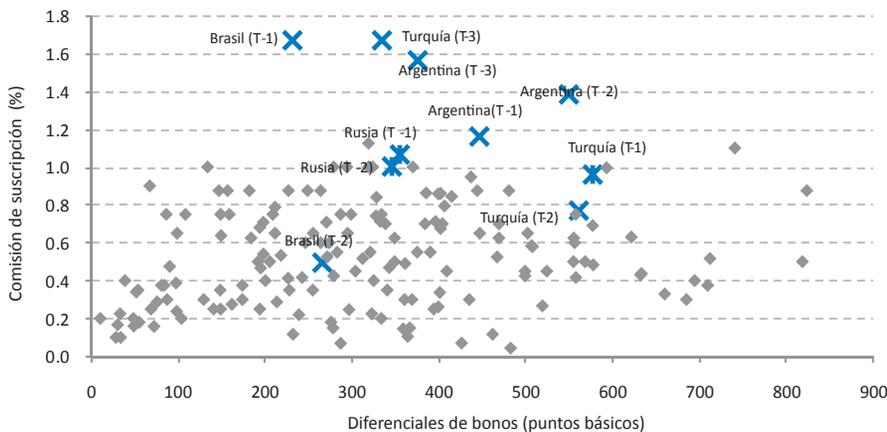
Aunque a menudo, pasada por alto por los actores políticos y los partícipes en el mercado, otra importante variable para medir la percepción que se tiene de los bonos soberanos remite a la formación del precio de éstos en su mercado primario, es decir, a la retribución que los gobiernos abonan a los bancos de inversión para que éstos coloquen los bonos: se trata de la comisión de suscripción, expresada en porcentaje del valor emitido. Esta variable refleja la percepción que los bancos de inversión tienen del riesgo crediticio que suponen los emisores (Nieto Parra, 2008).

El estudio de esta variable muestra que, antes del inicio de una crisis de deuda soberana, los bancos de inversión piden compensaciones altas, lo que contrasta con los elevados precios que pagan los inversores (lo que se plasma en diferenciales de bonos soberanos bajos) antes de la crisis (gráfica 3.6).

Actualmente, las comisiones de suscripción son bajas para la mayoría de los países latinoamericanos, como lo demuestra el promedio de 0.3 por ciento para la región en 2007 y el hecho de que, en todo caso, ningún país superara el 0.5 por ciento. Si se compara lo anterior con lo ocurrido en periodos que precedieron a una crisis, tal y como lo muestra la gráfica 3.6 (1.2 por ciento para Argentina un año antes de la crisis de 2001, y 1.7 por ciento para Brasil un año antes de la crisis de 1998), la conclusión podría ser que las bajas comisiones de suscripción actuales significan que los bancos de inversión ven escaso riesgo de incumplimiento en América Latina.

Las bajas comisiones de suscripción actuales sugieren una mejora de las percepciones acerca del riesgo de incumplimiento

**Gráfica 3.6. Comisiones de suscripción y diferenciales de bonos soberanos (1993-2006, base anual)**



*Nota:* Se han destacado en azul las comisiones de suscripción y los diferenciales de bonos soberanos de algunos países entre un año y tres años antes de una crisis de deuda soberana (fecha T). La crisis argentina fue en 2001; la brasileña y la rusa, en 1998; y la turca, en 2000.

*Fuente:* Nieto Parra (2008).

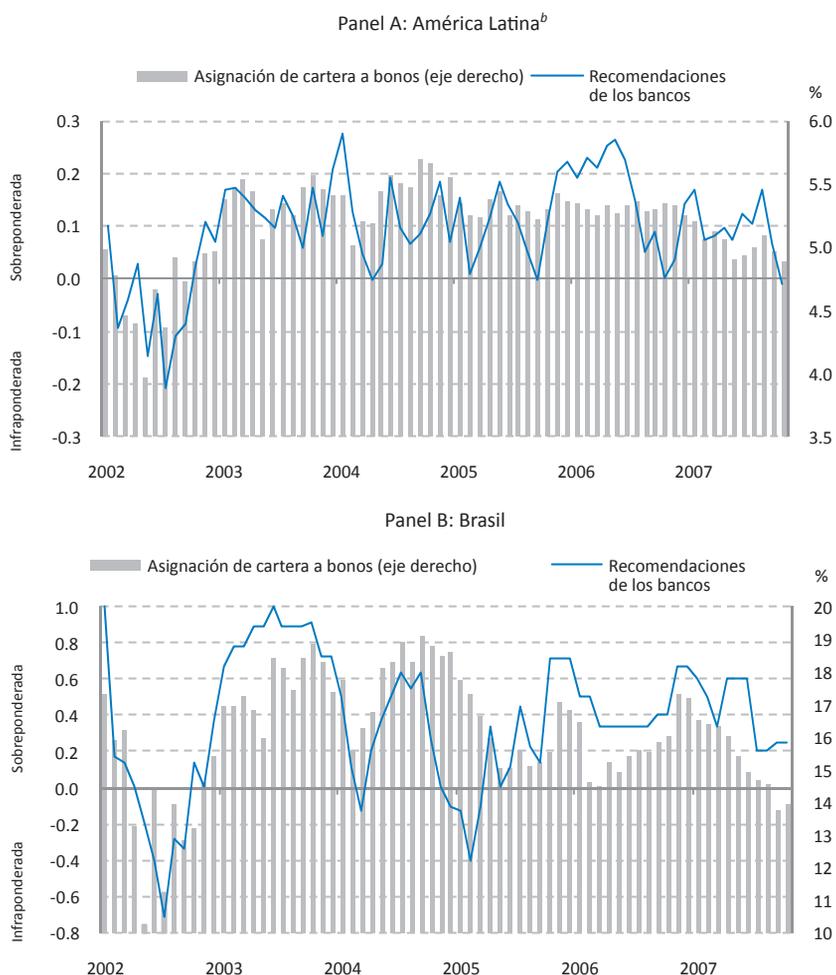
StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/471134744644>

El cuarto y último indicador viene constituido por las recomendaciones que los bancos de inversión hacen a los inversores institucionales en bonos soberanos de economías emergentes, recomendaciones que se publican regularmente para cada mercado emergente. Aunque cada banco puede utilizar su propia terminología, las recomendaciones pueden clasificarse en tres grupos: "sobreponderada" (valor 1), "neutral" (0) e "infraponderada" (-1). Una recomendación sobreponderada, por ejemplo, implica alcanzar una participación que, en relación con la cartera de inversión de la institución, tiene un peso mayor que el bono en el correspondiente índice de referencia (por ejemplo, el EMBI+ calculado por JPMorgan)<sup>19</sup>, lo que, obviamente, suele concretarse en una compra en el mercado; de la misma forma, es probable que una recomendación "infraponderada" se salde con una venta.

Por su finalidad y su estructura, las recomendaciones difieren fundamentalmente de las calificaciones financieras, ya que las primeras dependen del valor de inversión de un bono y no simplemente de una evaluación del riesgo de incumplimiento que éste encierra, por lo que son más volátiles que las calificaciones de deuda soberana y es práctica común que cambien en el transcurso de un año a medida que varían los precios relativos.

La publicación de estas recomendaciones constituye un vínculo directo entre los intermediarios financieros y los inversores, y suele tener una repercusión significativa en la asignación de activos de las carteras de bonos de los inversores<sup>20</sup>. La gráfica 3.7 ilustra la correlación entre las recomendaciones de los bancos de inversión y las asignaciones que los gestores de fondos dieron a los bonos latinoamericanos en sus carteras de bonos emergentes en el periodo 2002-07. Para Brasil, el partícipe de mayor peso en el mercado de bonos soberanos, la correlación es considerable.

**Gráfica 3.7. Recomendaciones de los bancos de inversión y asignación de la cartera a bonos<sup>a</sup>**



Notas:

a) Las recomendaciones de los bancos pueden clasificarse en tres grupos: "sobreponderada" (1), "neutral" (0) e "infraponderada" (-1).

b) Los países latinoamericanos que cubre esta gráfica son Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México, Perú, Uruguay y Venezuela.

Fuente: Cálculos del Centro de Desarrollo de la OCDE, con base en las publicaciones de bancos de inversión y en la base de datos *Emerging Portfolio Fund Research*.  
StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/471134744644>

Por lo tanto, puede considerarse que las recomendaciones de los bancos representan el sentimiento general del mercado en relación con determinadas emisiones de bonos (sin olvidar que la finalidad principal de los bancos al formular recomendaciones es estimular las transacciones)<sup>21</sup>. En cualquier caso, las opiniones de los bancos son importantes para los inversores. Sin embargo, estas opiniones tienen fundamento, y los gobiernos pueden influir en ellas con su enfoque de la gestión de la deuda y el anuncio de sus políticas económicas (véase *infra.*, recuadro 3.3).

Las recomendaciones de los bancos tienen un impacto sobre la alocaión de activos de los inversores en carteras de bonos

## Paradoja entre democracia y deuda

La política es crucial para el mercado de deuda soberana. Los partícipes en el mercado son sensibles a todo acontecimiento que afecte a las democracias latinoamericanas, ya se trate de una reestructuración de gabinete ministerial o de elecciones. De hecho, podría definirse a los países emergentes como aquellos en los que la incertidumbre política tiene una significativa resonancia en la volatilidad financiera o, dicho en el otro sentido, podría afirmarse que un país no pertenece a los mercados emergentes cuando es capaz de disociar sus ciclos político y financiero (Blázquez y Santiso, 2004).

Los periodos de transición política afectan a los mercados en todos los países, sean éstos desarrollados o en desarrollo (Snowberg *et al.*, 2007; Bernhard y Leblang, 2006; Leblang y Bernhard, 2006), pero huelga decir que la intensidad del interés de los inversores y la fuerza de su reacción es mayor en los segundos que en los primeros (Campello, 2007). El recuadro 3.2 presenta un estudio de caso de España y describe la forma en que, en este país, se ha contenido el impacto de las elecciones en los mercados de capitales, gracias, en parte, a la credibilidad de las políticas económicas adoptadas por los sucesivos gobiernos y, también en parte, al compromiso general de los partidos políticos con esa idea de credibilidad, compromiso reforzado por la integración de España en estructuras económicas externas, tales como la Unión Monetaria Europea (UME).

Abunda la investigación empírica que analiza el impacto de las políticas en los mercados de capitales emergentes. Aunque es mucha la importancia que los ciclos electorales revisten para los inversores y los intermediarios financieros en todos los mercados emergentes, la reacción específica de éstos puede diferir significativamente incluso dentro de una misma región, y depende del grado de democratización, de la transparencia del proceso de elaboración de políticas, de la existencia de una tradición histórica de instituciones democráticas, o de la amplitud de la mayoría legislativa del gobierno y de la cohesión política de ésta (Hays *et al.*, 2003; MacIntyre, 2001).

Pero también el color político de las democracias emergentes tiene su influencia. Y así, suele asociarse a los partidos de derechas con políticas más centradas en la inflación que en el desempleo o el crecimiento del PIB, y a los partidos de izquierdas con las políticas de tendencia opuesta<sup>22</sup>. Para los representantes de derechas en el poder, los diferenciales de bonos soberanos tienden a agrandarse a medida que aumenta la probabilidad de una victoria de la izquierda (Block *et al.*, 2003), mientras que quienes invierten en el mercado de deuda soberana tienen tendencia a retrogradar a los gobiernos de izquierdas aun cuando se verifiquen otros resultados económicos o políticos (Cho, 2007)<sup>23</sup>.

### Recuadro 3.2. Los ciclos económicos políticos y los mercados internacionales de capitales: el caso de España

España tiene una de las democracias más jóvenes de la Europa industrializada, reestablecida tan sólo desde 1976. El subsiguiente desarrollo económico radical del país y los vínculos históricos y culturales de éste con América Latina hacen de él el objeto de un estudio de caso que puede resultar interesante para la región.

Las elecciones en España, independientemente de que su resultado sea un cambio de gobierno o un cambio de postura ideológica, tienen hoy poca influencia en los mercados. La consolidación de la democracia y de las instituciones democráticas junto con la entrada de España en la Unión Monetaria Europea han contribuido a crear un entorno de reformas del mercado y de sólidas políticas fiscales que se ha visto recompensado por el mercado.

Esta positiva evolución institucional se ha plasmado en la recalificación de los bonos públicos a largo plazo y en la reducción del diferencial del país en relación con los bonos alemanes de referencia, aspectos éstos particularmente evidentes desde 1997, momento en el que los mercados comenzaron a otorgar a España mayores probabilidades de unirse a la UME. El diferencial medio del país de marzo de 1978 a diciembre de 1996 fue de 572 puntos básicos; desde esa fecha (y hasta abril de 2008), el diferencial medio ha sido de 19 puntos básicos. Habida cuenta de la magnitud del cambio, es conveniente diferenciar entre las elecciones habidas antes y después de la entrada en la UME.

Considérese el comportamiento de la rentabilidad del mercado de valores (con índices MSCI) y el rendimiento de los bonos públicos a 10 años, en los nueve meses que han precedido y que han seguido a las nueve elecciones generales celebradas en España entre 1979 y 2008 (gráfica 3.8).

Una simple prueba estadística y gráfica parece señalar que las elecciones generales no han tenido un impacto digno de mención en los tipos de interés a largo plazo o en la rentabilidad del mercado de valores y, si uno se centra en los periodos electorales, tampoco parece que los rendimientos de los bonos a largo plazo hayan fluctuado significativamente. El rendimiento de los bonos públicos bajó antes y después de las elecciones, lo que, en realidad, refleja sencillamente el proceso de reducción y convergencia en curso. Como puede verse en el primer panel de la gráfica 3.8, en el periodo anterior a la UME, el rendimiento a largo plazo decreció efectivamente tanto antes como después de las elecciones, pero tan sólo un mes antes y un mes después de éstas el efecto acumulativo era casi insignificante. En el periodo que siguió a la entrada en la UME, los tipos de interés permanecieron estables en general, lo que indica que los rendimientos de los bonos, tras convergencia, se vieron afectados por factores mundiales o europeos y sólo en menor medida por los factores específicos del país.

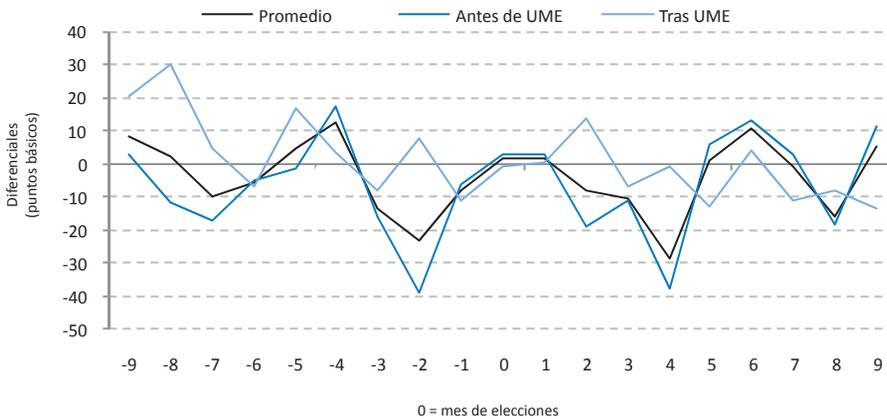
La incertidumbre que rodea a las campañas electorales se refleja más claramente en el comportamiento del mercado de valores, donde el resultado es ligeramente negativo antes de una elección (aunque esto no sea estadísticamente significativo) y comienza a recuperarse una vez disipada la incertidumbre (gráfica 3.8, segundo panel). Antes de la UME, el modelo típico del mercado de valores español se caracterizaba por un cierto debilitamiento uno o dos meses antes de una elección, seguido de un retorno a terreno favorable inmediatamente después de la elección. Tras la UME, el modelo preelectoral es similar, pero la evolución postelectoral difiere; la explicación de este inesperado resultado se halla en que la actividad del mercado en los periodos cercanos a las elecciones de 2000 y de 2008 se vio dominada por el final del auge de las puntocom (*dotcom*) y por la crisis de los créditos de alto riesgo respectivamente. Un análisis de los resultados relativos del mercado español en función de los del mercado alemán (para eliminar esos efectos externos) demuestra que, en realidad, la actividad del primero fue ligeramente mejor que la del segundo; y la volatilidad tampoco estaba relacionada con factores vinculados a América Latina, que podrían haber tenido su efecto en España, dada la creciente exposición de las empresas españolas a esta región.

Por lo tanto, parece que durante este periodo, el mercado respondió a factores globales (crisis internacionales) y no a la incertidumbre política.

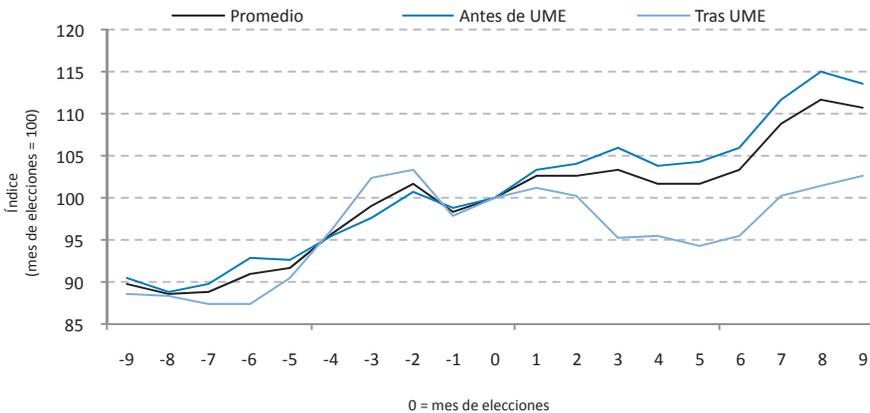
En definitiva, cabe apuntar que la combinación de una democracia sólida, un consenso político para secundar políticas fiscales sostenibles en el marco de la UME, un banco central independiente y ortodoxo, y unas políticas fiscales creíbles con suficientes redes de seguridad en materia social ha logrado vencer, en un lapso de tiempo relativamente corto, cualquier amenaza sobre la solidez de las nuevas instituciones democráticas.

### Gráfica 3.8. Ciclos políticos y mercados de capitales en España (1979-2008)

Panel A: Cambio en el rendimiento de los bonos públicos a 10 años en España



Panel B: Mercado de valores español



Fuente: Cálculos del Centro de Desarrollo de la OCDE, con base en *Datastream*.  
 StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/471134744644>

Otros procesos políticos, diferentes de las elecciones, pueden acarrear asimismo la volatilidad de los diferenciales de los bonos soberanos, como es el caso de la inestabilidad política (medida, por ejemplo por la renovación de ministros de economía). En los países latinoamericanos ésta afectó los diferenciales en el periodo comprendido entre 1992 y 2005<sup>24</sup>.

La relación entre los procesos políticos y la turbulencia cambiaria demuestra que las crisis financieras y las crisis políticas suelen ir de la mano (Chang, 2007). Los analistas consideran que los factores institucionales, tales como un

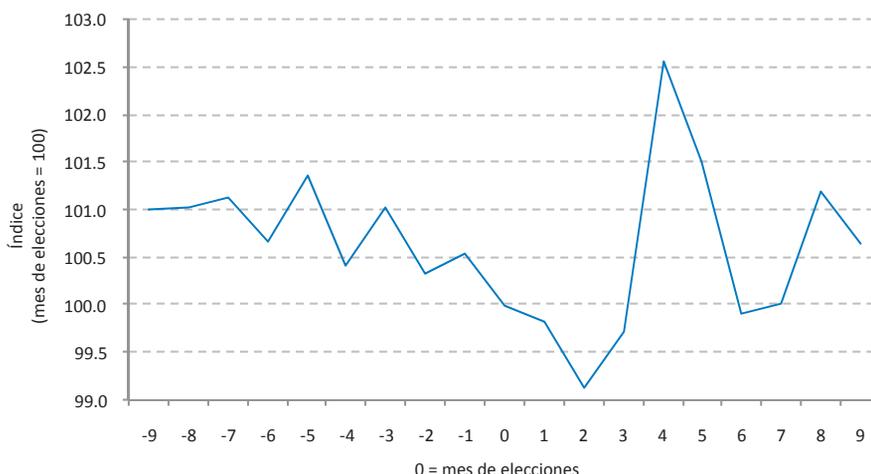
Existen conexiones claras entre los procesos políticos, en especial las elecciones, y la inestabilidad de la deuda y de los mercados de divisas

gobierno dividido o la renovación constante dentro del gobierno, constituyen importantes determinantes del comportamiento de los inversores y multiplican la probabilidad de crisis monetaria (Leblang y Satyanath, 2006). En América Latina, las principales crisis financieras de la última década y media se desataron en año electoral: en México, la crisis del tequila de 1994 coincidió con el año de elecciones presidenciales; la devaluación del real brasileño a principios de 1999 se llevó a cabo un par de meses después de las elecciones de octubre de 1998; y la nueva crisis financiera que sufrió este mismo país en 2002 se produjo durante el año de elecciones presidenciales, al igual que el masivo incumplimiento del pago de la deuda en Argentina el año anterior y que la crisis de la deuda de los años 1980 que desencadenó el incumplimiento de México.

Las monedas tienden a sobrevalorarse antes de las elecciones y a devaluarse después de las mismas

El estudio de un amplio abanico de países latinoamericanos en el periodo 1960-94 (Frieden *et al.*, 2001) halló que, en época electoral, el índice medio de depreciación nominal del tipo de cambio en el segundo mes después de las elecciones era del 7 por ciento, es decir, 4.5 puntos porcentuales más alto que en épocas no electorales comparables. La gráfica 3.9 muestra el comportamiento medio de los tipos de cambio reales de las economías latinoamericanas (en relación con el USD) durante el periodo que va de 1997 a 2008, y en ella se observa claramente el modelo anteriormente descrito: antes de las elecciones, se da una apreciación del tipo de cambio (movimiento descendente en la línea de la gráfica), seguida de una fuerte depreciación (3.5 por ciento) que comienza dos meses después de las elecciones; a partir del quinto mes, el tipo de cambio real vuelve a un nivel próximo al registrado antes de la apreciación inicial. Aunque son muchos los factores que podrían explicar las depreciaciones postelectorales, todos están relacionados con una sobre-valoración preelectoral.

**Gráfica 3.9. Tipos de cambio reales nueve meses antes y después de elecciones en América Latina<sup>a b</sup> (1997-2008<sup>c</sup>)**



**Notas:**

- a) El tipo de cambio real se ha calculado en relación con la economía estadounidense. Los datos se han ajustado de forma que el mes de elecciones presidenciales (tiempo 0) = 100. Un incremento del índice representa una depreciación frente al dólar.
- b) Los países latinoamericanos que cubre esta gráfica son Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México, Perú, Uruguay y Venezuela. El promedio es geométrico con el fin de reducir el efecto de los valores extremos.
- c) El conjunto de datos cubre el periodo comprendido entre julio de 1997 y febrero de 2008, es decir, 23 elecciones presidenciales no superpuestas. Para las elecciones con una segunda vuelta, se ha tomado ésta como fecha de las elecciones.

Fuente: Nieto Parra y Santiso (2008a), con base en Datastream.  
 StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/471134744644>

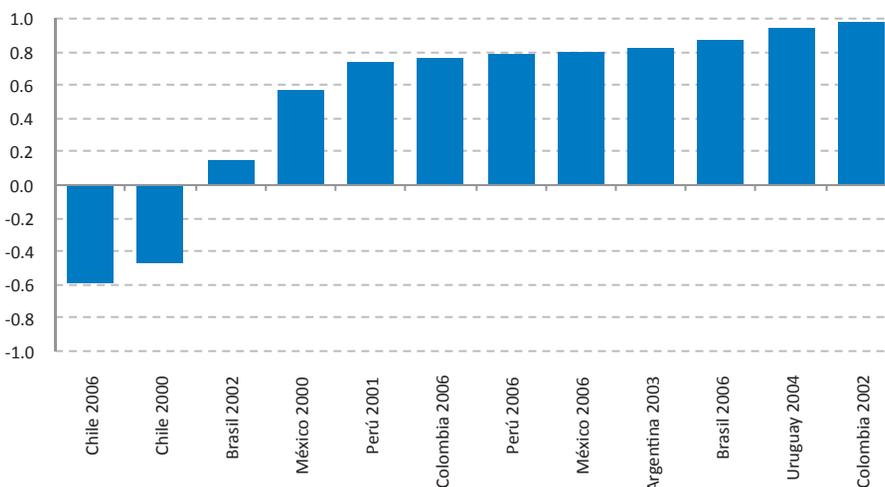
¿Qué subyace tras ese efecto? En primer lugar, los ajustes de los tipos de cambio tienden a posponerse lo máximo posible; los presidentes salientes evitan devaluar en los meses previos a las elecciones con el fin de limitar los posibles perjuicios para sus posibilidades electorales o las del candidato de su partido (Stein *et al.*, 2005). De hecho, Blomberg *et al.* (2005) defienden que es poco probable que se abandonen los tipos de cambio fijos antes de las elecciones, mientras que es muy probable que se haga justo después. En segundo lugar, el incremento del gasto del gobierno (en gran parte en bienes no transables (es el término utilizado en Latinoamérica) comerciales) que suele preceder a cualquier elección hará que la moneda tienda a apreciarse, para volver a depreciarse después (Bonomo y Terra, 2005).

En otros casos, pueden darse depreciaciones preventivas del tipo de cambio justo antes de las elecciones, quizá porque los actores políticos temen el juicio que los mercados de capitales puedan formarse acerca de la sostenibilidad de las políticas fiscales del país (caso de México en 2006, y de Brasil en 2002). El vínculo con los mercados de deuda pública se establece porque los participantes en los mercados tienen tendencia a ser previsores cuando evalúan la sostenibilidad del ancla cambiaria antes de las elecciones y, precisamente porque anticipan caídas del tipo de cambio después de las elecciones, los bancos de inversión retrogradan la deuda pública latinoamericana antes de las elecciones.

Durante las elecciones presidenciales, los diferenciales de bonos soberanos siguieron de cerca los movimientos de los tipos de cambio en la gran mayoría de los países latinoamericanos. La gráfica 3.10 destaca la correlación de esas variables en países que tienen una presencia considerable en el mercado de bonos soberanos así como tipos de cambio flexibles. La depreciación de una moneda corresponde a un incremento del diferencial de los bonos soberanos (y viceversa); Chile es el único país en el cual la correlación es negativa y donde la volatilidad durante los periodos electorales es reducida, en comparación con el resto de los países de la región.

El impacto de las elecciones en la confianza de los inversores puede ser medido por su impacto en las recomendaciones de los bancos

**Gráfica 3.10. Correlación entre el tipo de cambio y los diferenciales de bonos soberanos durante las elecciones presidenciales**



*Nota:* El coeficiente de correlación se ha calculado entre el tipo de cambio nominal y el diferencial de bono soberano EMBI Global, utilizando datos diarios de los 100 días anteriores y posteriores a la correspondiente elección.

Fuente: Cálculos del Centro de Desarrollo de la OCDE, con base en *Datastream*.  
StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/471134744644>

Por su parte, la situación política influye en la información que reciben los inversores. Las agencias de evaluación financiera tienden a retrogradar los bonos soberanos en periodo electoral<sup>25</sup> y, como lo demuestra el recuadro 3.3, los bancos de inversión reaccionan de la misma forma ante el clima electoral en las recomendaciones que formulan.

### **Recuadro 3.3. Determinantes de las recomendaciones de los bancos de inversión en materia de deuda soberana**

La recomendación que un banco de inversión hace sobre un determinado título es fruto de la evaluación que aquél realiza sobre el valor de inversión que posee dicho título. Un estudio de Nieto Parra y Santiso (2008a), que cubre el periodo 1997-2008, examina la función que desempeñaron las elecciones en las recomendaciones que emitieron los bancos de inversión durante ese periodo en relación con los bonos soberanos latinoamericanos. Después de realizar una regresión entre las recomendaciones bancarias y un amplio conjunto de posibles variables explicativas, el estudio concluyó que las siguientes medidas tenían una correlación positiva con la mejora del sentimiento sobre los bonos (esto es, una recomendación que pasa de infraponderada a neutral, o de neutral a sobreponderada):

**Indicadores de solvencia:** incremento de la razón reservas internacionales/importaciones, o reducción de la razón bonos públicos en circulación/exportaciones.

**Indicadores de valor de inversión:** incremento de la rentabilidad de bonos en periodos anteriores de 12 y 3 meses.

**Calificaciones de los bonos soberanos:** cambios favorables en la calificación de los bonos soberanos.

**Diferenciales de los bonos soberanos:** diferencial elevado. Esta relación aparentemente sorprendente puede atribuirse a las oportunidades de inversión.

**Profundidad del mercado de bonos:** elevado volumen de transacciones en relación con el PIB.

**Producción industrial nacional:** producción industrial en alza.

**Las elecciones presidenciales,** sin embargo, presentaron una repercusión negativa en las recomendaciones, efecto éste particularmente marcado en el periodo preelectoral y durante las propias elecciones cuando al menos uno de los contendientes había anunciado políticas macroeconómicas no creíbles.

Contrariamente a la literatura general que sostiene la existencia de una interacción entre la política y los mercados de capitales, este estudio concluyó que una nueva presentación a las elecciones del representante en el poder no conllevaba cambios significativos en las recomendaciones. Aún más importante, el hecho de que dicho representante fuese claro favorito (lo que podría verse como una señal de continuidad) no favorecía la formulación de recomendaciones positivas.

A la vista de lo anterior, éstas son las principales conclusiones:

Una buena gestión de la deuda pública tiene una repercusión favorable en las recomendaciones formuladas.

La política importa. En concreto, la credibilidad (en sentido macroeconómico) de las políticas fiscal y monetaria propuestas por los partidos políticos y los gobiernos resulta esencial para la estabilidad de las recomendaciones.

Las recomendaciones dependen sobre todo de variables macroeconómicas y financieras nacionales. Los factores externos (como las estadísticas de producción industrial en Estados Unidos o los cambios en la aversión general al riesgo) carecen de impacto en las recomendaciones relativas a los bonos soberanos latinoamericanos.

Para mayor detalle e información metodológica, véase Nieto Parra y Santiso (2008a).

La gráfica 3.11 resume las recomendaciones formuladas por los bancos de inversión en relación con los mercados de bonos latinoamericanos, antes y después de elecciones presidenciales en la región.

**Gráfica 3.11. Recomendaciones de los bancos de inversión nueve meses antes y después de elecciones en América Latina<sup>a b</sup>**  
(1997-2008<sup>c</sup>)



Notas:

a) Las recomendaciones de los bancos pueden clasificarse en tres grupos: "sobreponderada" (1), "neutral" (0) e "infraponderada" (-1). El índice se ha calculado como el promedio aritmético de todas las recomendaciones publicadas.

b) Los países latinoamericanos que cubre esta gráfica son Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México, Perú, Uruguay y Venezuela.

c) El conjunto de datos cubre el periodo comprendido entre julio de 1997 y febrero de 2008, es decir, 23 elecciones presidenciales no superpuestas. Para las elecciones con una segunda vuelta, se ha tomado ésta como fecha de las elecciones.

Fuente: Nieto Parra y Santiso (2008a), basándose en las recomendaciones publicadas de los bancos de inversión.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/471134744644>

Si se considera América Latina en su conjunto, los bancos de inversión comienzan a retrogradar los bonos soberanos tres meses antes de las elecciones presidenciales, lo que es especialmente pronunciado cuando un candidato no creíble parece tener significativas opciones de victoria. A la retrogradación, siguen recomendaciones negativas hasta poco antes de la fecha de los comicios electorales. Por último, a medida que los bancos adquieren confianza en el desenlace final de la votación, sus recomendaciones mejoran, pasando a terreno neutral y tornándose, finalmente, positivas<sup>26</sup>. Este modelo se ha puesto de manifiesto en numerosas elecciones presidenciales, incluidas la de Brasil de octubre de 2002; Colombia en mayo de 2002; Ecuador en julio de 1998, noviembre de 2002 y noviembre de 2006; México en julio de 2000 y julio de 2006; y Perú en mayo de 2000 y junio de 2006. La demostración más impactante de este giro en el sentimiento de los bancos se dio en la primera de las elecciones mencionadas, y el recuadro 3.4 examina detalladamente la forma en que se produjo este vuelco de situación.

Las recomendaciones de los bancos se retrogradan antes de las elecciones, pero vuelven a mejorar de nuevo una vez pasada la incertidumbre

**Recuadro 3.4. Brasil 2002 y 2006: de Lula Preta a Lula de Mel**

La gráfica 3.12 muestra las recomendaciones realizadas por los bancos de inversión sobre la deuda pública externa brasileña de 2002 a 2007.

En 2002, la candidatura de Luiz Inácio Lula da Silva se consideró como una amenaza populista a la continuidad de las políticas económicas creíbles del presidente Fernando Henrique Cardoso, y la victoria de aquél en la segunda vuelta de las elecciones desató una oleada de recomendaciones negativas, que simbolizó la reacción de la comunidad inversora ante lo que temían se convirtiera en una "Lula Preta", juego de palabras para asociar a una "luna negra". En los días siguientes a la elección, Goldman Sachs, uno de los agentes más importantes del mercado latinoamericano de bonos soberanos, decía:

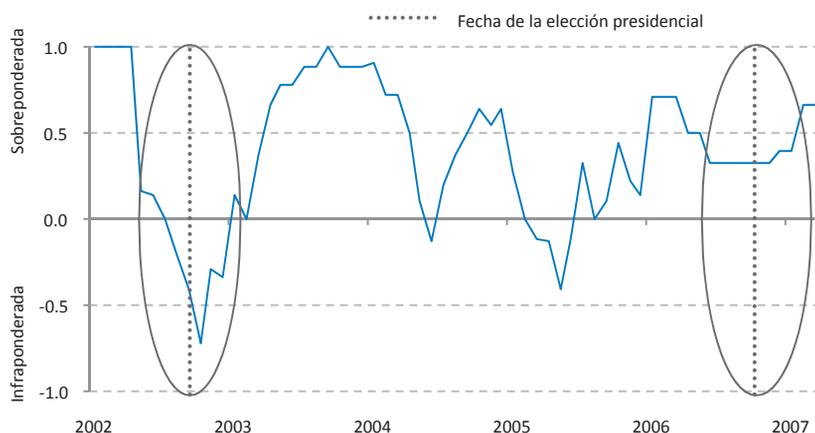
"Nos mantenemos prudentes sobre las perspectivas de este crédito, basándonos en nuestra percepción de que la administración entrante está poco preparada para afrontar los difíciles retos consistentes en restaurar la confianza, estabilizar el stock de deuda pública neta, y rediseñar simultáneamente la recuperación de la actividad económica... Habida cuenta de la balanza de riesgos y la recuperación del precio de los activos, ratificamos nuestras recomendaciones de 'infraponderar' la deuda externa y los tipos de interés en reales brasileños (BRL) a corto plazo."

(Goldman Sachs, *Emerging Markets Strategy*, 7 de noviembre de 2002)

En cuanto a los mercados de capitales internacionales, se mostraron extremadamente prudentes en relación con el gobierno de Lula. Durante la campaña electoral, los diferenciales brasileños habían saltado de los 1 100 puntos básicos observados cien días antes de la elección a los más de 2 000 puntos básicos registrados en los días previos a los comicios. Durante un año entero, de abril de 2002 a abril de 2003, el gobierno brasileño fue, efectivamente, incapaz de emitir deuda pública en los mercados internacionales de capitales.

Como presidente, Lula lanzó un vigoroso programa de comunicación y, en concreto, convenció a los creadores de mercado y a los inversores de que su administración seguiría un enfoque macroeconómico ortodoxo. En este contexto, fueron decisivos los anuncios relativos a la aplicación de políticas económicas que promoverían la estabilidad de los precios y la solvencia del Estado. La recompensa fue que las recomendaciones mejoraron drásticamente. Así empezó la "Lula de Mel" – un nuevo juego de palabras que, esta vez, vaticinaba el inicio de una luna de miel.

**Gráfica 3.12. Brasil: recomendaciones de los bancos de inversión**



Nota: Las recomendaciones de los bancos pueden clasificarse en tres grupos: "sobreponderada" (1), "neutral" (0) e "infraponderada" (-1).

Fuente: Cálculos del Centro de Desarrollo de la OCDE, basados en las recomendaciones publicadas de los bancos de inversión.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/471134744644>

El contraste con las siguientes elecciones, que se celebraron en 2006, a duras penas hubiera podido ser mayor. Los bancos de inversión mantuvieron recomendaciones francamente optimistas para la deuda pública brasileña durante toda la campaña electoral, considerando aparentemente a Lula como una apuesta igual de segura que su rival liberal Geraldo Alckmin, candidato del partido de Cardoso. Durante la carrera electoral, Citigroup anunció a sus clientes que:

“Gane quien gane en esta contienda, con toda probabilidad se mantendrán los grandes principios de las políticas macroeconómicas, incluidas la responsabilidad fiscal, la lucha contra la inflación y el tipo de cambio variable”.

(Citigroup, *Global Economic Outlook and Strategy*, 23 de agosto de 2006).

Los diferenciales permanecieron en niveles históricamente bajos, entre 175 y 275 puntos básicos, durante los cien días anteriores y posteriores a las elecciones. Y lo que es más: menos de un mes antes del día de la votación, el gobierno brasileño emitió un bono global denominado en reales con vencimiento en 2022, algo que hubiera sido impensable en 2002.

## ¿Está justificada la inquietud del mercado de capitales en los periodos electorales?

Como se ha mencionado anteriormente, los mercados de capitales emergentes reaccionan ante las elecciones porque, por una parte, temen que las políticas expansionistas adoptadas en la carrera electoral repercutan negativamente luego y, por otra parte, están desconcertados ante la incertidumbre que rodea a las políticas que se adoptarán tras las elecciones<sup>27</sup>. En América Latina y las regiones emergentes en general, los efectos de esos cambios en el sentimiento sobre la deuda tienen una dimensión multiplicadora, por las dificultades crónicas que hallan esas regiones para movilizar recursos fiscales (Ames, 1987; Schuknecht, 1996; Sesina *et al.*, 1999). Este apartado y el siguiente se preguntan si esos miedos son justificados.

Un estudio de 28 países de la OCDE y 19 países latinoamericanos entre 1990 y 2006 parece señalar que las elecciones generales conllevan cambios mucho más sustanciales en los principales componentes de la política fiscal en América Latina que en los países con altos ingresos (Nieto Parra y Santiso, 2008b)<sup>28</sup>. La gráfica 3.13 resume la evolución de cuatro variables fiscales en esos países durante los periodos electorales: el déficit fiscal antes del pago de intereses (déficit primario), el gasto público excluido el pago de intereses (gasto primario), el gasto corriente y la inversión pública.

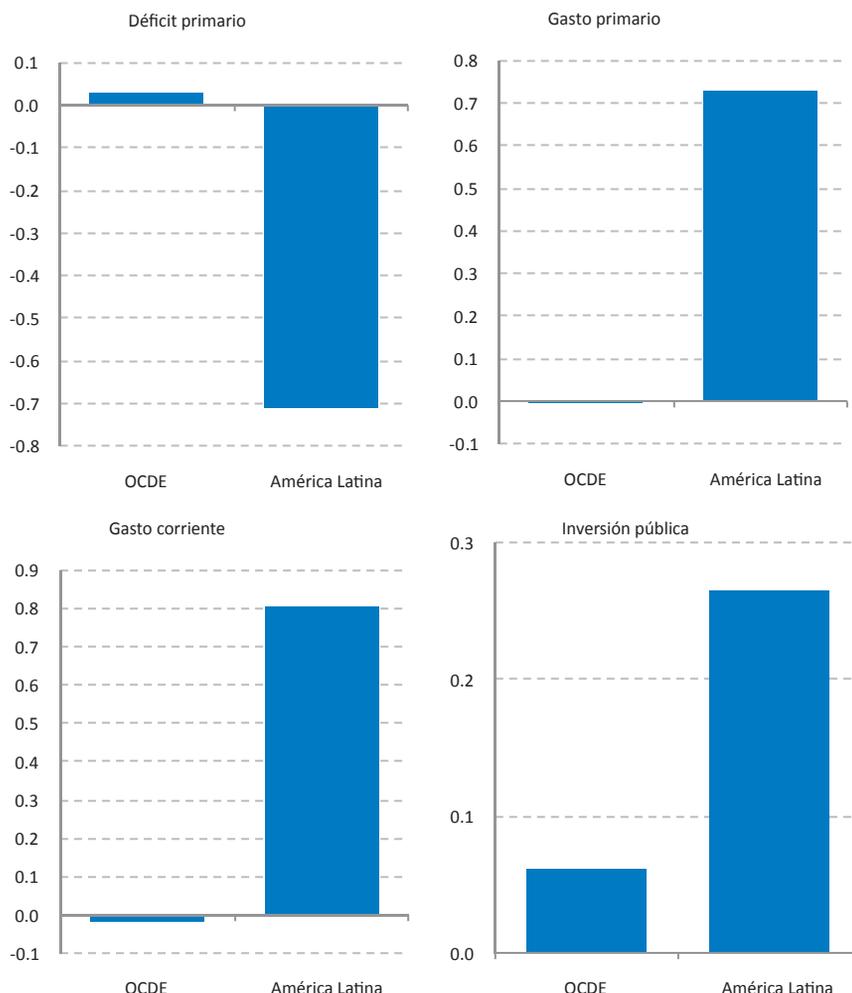
En los países latinoamericanos, el déficit primario medio desciende a cerca del 0.7 por ciento del PIB durante los años electorales. La mayor parte de este movimiento se debe al componente del gasto y, dentro de éste, la parte más afectada es el gasto corriente antes que el de capital. Aunque durante los años de elecciones hay poco cambio en los gastos de capital, la inversión pública suele aumentar un 0.3 por ciento del PIB en el año anterior al de los comicios<sup>29</sup>.

Por el contrario, en los países de la OCDE, son mínimos los cambios observados en el déficit primario y los gastos corrientes en los años de elecciones, menos de un 0.1 por ciento del PIB para cada elemento<sup>30</sup>. Esta diferencia entre los países latinoamericanos y los de la OCDE es aún más marcada si se considera el tamaño relativamente pequeño de los gobiernos en las democracias latinoamericanas (véase cuadro 2.1 del capítulo 2 para esta comparación).

Las inquietudes del mercado están de cierta manera justificadas: las elecciones están sin duda asociadas con la volatilidad fiscal

**Gráfica 3.13. Impacto de las elecciones en la política fiscal de los países latinoamericanos y de la OCDE <sup>a b</sup>**

(Cambios en una selección de indicadores fiscales, porcentaje del PIB)



**Notas:**

a) El impacto de las elecciones sobre la política fiscal se ha calculado como la diferencia entre la variable fiscal (en porcentaje del PIB) durante el año electoral y los años no electorales. La excepción es el gasto público, que se supone se adelanta un año a las elecciones.

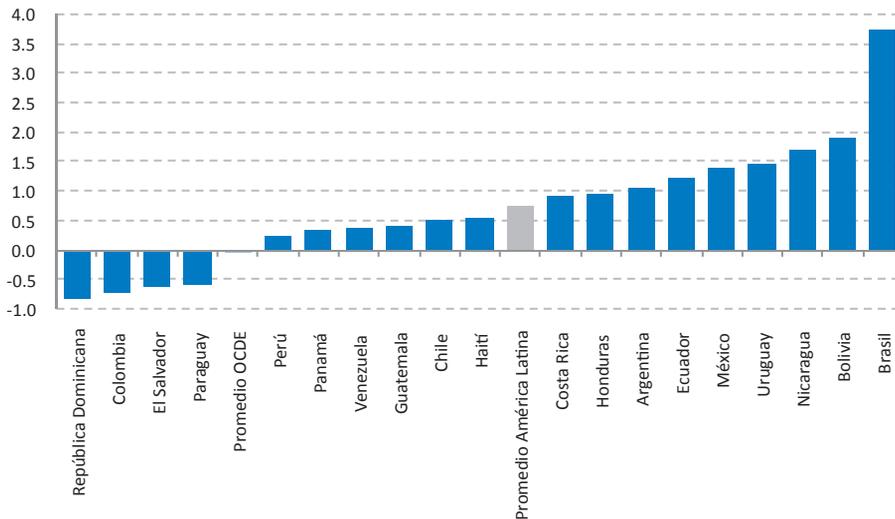
b) Se han utilizado las elecciones legislativas para los países con sistemas políticos parlamentarios, y las elecciones al Ejecutivo para aquéllos con sistemas presidencialistas. Los datos sobre la política fiscal hacen referencia a los gobiernos centrales.

Fuente: Nieto Parra y Santiso (2008b), basándose en *Secretaria do Tesouro Nacional* (para Brasil); Estadísticas de finanzas públicas de CEPAL ILPES (para los otros países latinoamericanos); OCDE, *General Government Accounts* (para los países de la OCDE).  
 StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/471134744644>

La gráfica 3.13 plasmó la importancia del gasto primario. En este sentido, la gráfica 3.14, por su parte, se ha centrado en mostrar el impacto de las elecciones en el gasto primario, como proporción del PIB, en los países latinoamericanos individualmente considerados, lo que arroja una considerable variación entre países. En Brasil, Bolivia y Nicaragua, por ejemplo, el gasto primario aumenta en más de un 1.5 por ciento del PIB en periodo electoral en relación con los periodos no electorales. Por el contrario, en Paraguay, Perú, Panamá, Venezuela, Guatemala y Chile, el gasto primario no parece verse afectado por el proceso electoral.

### Gráfica 3.14. Impacto de las elecciones en la política fiscal de los países latinoamericanos<sup>a, b</sup>, 1990-2006

(Cambios en el gasto primario, en porcentaje del PIB)



Notas:

a) El impacto de las elecciones sobre la política fiscal se ha calculado como la diferencia entre la variable fiscal (en porcentaje del PIB) durante el año electoral y los años no electorales.

b) Se han utilizado las elecciones legislativas para los países con sistemas políticos parlamentarios, y las elecciones al Ejecutivo para aquellos con sistemas presidencialistas. Los datos sobre la política fiscal hacen referencia a los gobiernos centrales.

Fuente: Nieto Parra y Santiso (2008b), basándose en *Secretaria do Tesouro Nacional* (para Brasil); Estadísticas de finanzas públicas de CEPAL ILPES (para los otros países latinoamericanos); OCDE, *General Government Accounts* (para los países de la OCDE).

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/471134744644>

## Incertidumbre sobre las elecciones: el papel de los programas de política económica

Dado que un bono representa un derecho de crédito a largo plazo sobre los flujos de caja de un Estado, las elecciones y, sobre todo, la credibilidad de las políticas económicas propuestas por los principales candidatos constituyen siempre un centro de interés para los mercados de capitales, cuyo malestar es siempre mayor cuando un candidato con posibilidades realistas de victoria hace campaña sobre la base de políticas no creíbles. Obviamente, las inquietudes del mercado no tienen por qué verse confirmadas posteriormente por la práctica, ya que puede ganar otro candidato o el candidato temido puede acabar actuando de forma diferente a la anunciada. En efecto, a menudo existen divergencias fundamentales entre el programa electoral de los candidatos más populistas y las políticas que de verdad adoptan éstos una vez en el poder (Archer *et al.*, 2007). Pero se corre el riesgo de que esos temores se conviertan en un efecto auto-realizador si bloquean el acceso del gobierno al financiamiento de la deuda.

La credibilidad y la incertidumbre interactúan de diversas formas en las democracias relativamente más o menos consolidadas<sup>31</sup>. Una característica que conviene considerar de las democracias imperfectas – aunque todas lo sean en alguna medida – es el papel de veto de algunos de sus agentes, es decir, de grupos no electos que, sin embargo, tienen el poder de contrarrestar las políticas públicas. El grado de influencia que ejerzan esos agentes de veto – como por ejemplo, los grandes sindicatos del sector público o los grupos de presión del

En periodo de elecciones, las políticas de todos los candidatos principales importan y la incertidumbre puede verse agrandada por el poder de veto con el que cuentan ciertos agentes fuera del proceso político

sector privado - constituye un útil indicador de la calidad de una democracia. Cuanto mayor poder tengan los agentes de veto, mayor grado de incertidumbre se cernirá sobre los mercados financieros. Un candidato aparentemente creíble, por ejemplo, puede verse obstaculizado a la hora de promulgar reformas necesarias. Por el contrario, un sistema de pesos y contrapesos eficaz devolverá la confianza a los mercados, independientemente de los resultados electorales; la existencia de instituciones públicas fuertes se considera, en cualquier caso, como una indudable garantía para limitar el radio de acción de las tendencias políticas extremistas (Henisz y Mansfield, 2006).

Estas  
inseguridades  
tan perjudiciales  
pueden ser  
mitigadas sin  
restringir la  
libertad de acción  
política tanto  
cuando se es  
candidato como  
cuando se está  
en el poder

Los poderes públicos pueden recurrir a un sinfín de estrategias para mitigar esta "brecha en la credibilidad". Así, la aprobación y la defensa a ultranza de ciertas normas monetarias o fiscales, restringe el margen de actuación de los agentes de veto o de las siguientes administraciones para crear políticas no creíbles (Keefer y Stasavage, 2002). Por otra parte, las reelecciones también contribuyen a paliar la incertidumbre, al permitir que el representante en cuestión permanezca en el poder, aunque esto no elimine los problemas de credibilidad.

Los partidos políticos pueden desempeñar una función decisiva para insuflar confianza al mercado y mantenerla. El que la selección de candidatos y la elaboración de programas electorales se lleven a cabo mediante instituciones que otorguen la debida prioridad a la estabilidad y la fiabilidad de las políticas económicas no puede sino obrar en beneficio de la credibilidad, y ello no tiene por qué significar una pérdida de flexibilidad. No se trata de obstaculizar la creación de diferentes enfoques de las políticas por parte de los partidos. La legitimidad de los partidos - en contraposición a la de las personalidades políticas - y la fuerza de las organizaciones políticas son, por lo tanto, dos pilares fundamentales para la institucionalización de la política de los partidos y para la promoción de un debate maduro sobre la elaboración de políticas (véase BID, 2005).

Una vez elegidos, los gobiernos deben anunciar rápidamente estrategias creíbles, algo particularmente importante para los gobiernos de izquierdas, cuyo programa político general puede otorgar menos peso aparente a aquellas cuestiones de credibilidad que importan a bancos, inversores y agencias de calificación.

En este contexto, cabe preguntarse qué anuncios relativos a la política económica resultan realmente sustantivos en la práctica para los mercados financieros. La gráfica 3.15 refleja los anuncios hechos por candidatos electorales latinoamericanos y publicados en la revista *The Economist* (2008) (importante referencia para los mercados financieros internacionales), y los clasifica como "creíbles" o "no creíbles". Casi por definición, el estudio se limita a los principales candidatos de cada proceso electoral. Un anuncio será considerado "no creíble" cuando los informes expresen el temor de que: una política expansionista pueda debilitar la sostenibilidad de la deuda; pueda suspenderse o renegociarse el pago de la deuda; la política monetaria pueda ser inflacionaria; pueda renunciarse a la existencia de un banco central independiente o al régimen de inflación objetivo (*inflation targeting*), en caso de estar instaurados; puedan emularse políticas populistas. El análisis cubre las 23 elecciones presidenciales habidas en la selección de países de 1998 a 2008.

**Gráfica 3.15. Políticas no creíbles anunciadas por candidatos**  
(1998-2008)



Fuente: Nieto Parra y Santiso (2008a), basándose en *The Economist*.  
StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/471134744644>

Para el muestreo en su conjunto (barra azul de la derecha), las políticas económicas de al menos uno de los principales candidatos se consideraron no creíbles en más de la mitad de las elecciones. Sin embargo, los resultados difieren marcadamente de un país a otro. En Colombia (dirigida alternativamente por fuerzas políticas que compartían la mismas políticas de economía de mercado) y en Chile (dirigido por la misma coalición gubernamental durante todo el periodo y con fuerzas políticas que compartían el mismo programa creíble), no se percibió que existiese una amenaza de falta de credibilidad. De hecho, la cuestión de la falta de credibilidad de la política económica rara vez salta a las páginas de los medios de prensa que cubren las elecciones en Chile<sup>32</sup>. Aunque diferentes en ciertos detalles, todos los candidatos presidenciales chilenos de primera línea respaldaron sin excepción las normas fiscales contracíclicas y el marco de la política de inflación objetivo del país en el periodo de referencia.

Para Brasil y México, la cuestión de la falta de credibilidad se planteó esporádicamente. De las tres elecciones presidenciales que se celebraron en Brasil, sólo una (octubre de 2002) suscitó cuestionamientos sobre la credibilidad; se trataba, claro, de la primera elección de Luiz Inácio Lula da Silva, vista anteriormente. En México, la candidatura (rechazada) del populista Andrés Manuel López Obrador a las elecciones presidenciales de 2006 se consideró como una posible amenaza a la continuidad de políticas económicas creíbles.

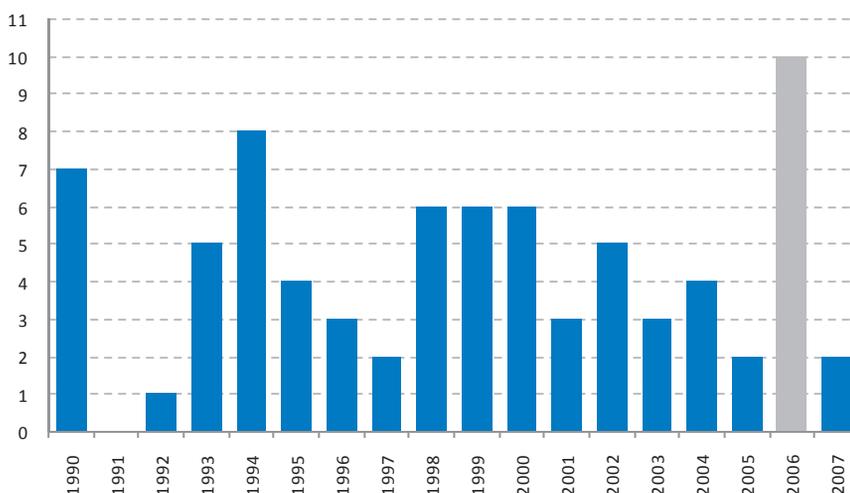
En el extremo opuesto de la escala, Argentina, Ecuador y Venezuela experimentaron significativos vaivenes en sus orientaciones políticas, y sus elecciones se caracterizaron por marcadas diferencias entre los diversos programas presentados al electorado<sup>33</sup>.

Los programas económicos de los candidatos electorales latinoamericanos varían considerablemente de un país a otro

## MADUREZ DE LA DEMOCRACIA LATINO-AMERICANA EN OPINIÓN DE LOS MERCADOS DE CAPITALES

Salvo en Argentina, en el año 2006 se celebraron elecciones en todos los grandes países de América Latina. Más del 80 ciento de la población de la región acudió a las urnas a elegir a su jefe de Estado, un porcentaje bastante excepcional (gráfica 3.16). Y, pese a ello, los mercados financieros de la región no registraron mayores perturbaciones, lo que marca un acentuado contraste con años anteriores. Por ende, es lógico plantearse si esto es un hecho aislado o si constituye la prueba de un cambio de actitud permanente de los mercados financieros. Aunque aún sea demasiado pronto para afirmar que los mercados de capitales consideran la madurez latinoamericana con otros ojos, es innegable que existen signos alentadores que indican una transformación.

**Gráfica 3.16. Número de elecciones presidenciales por año en América Latina<sup>a b</sup>**



Notas:

a) Los países latinoamericanos que cubre esta gráfica son Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Haití, Honduras, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana, Uruguay y Venezuela.

b) Para las elecciones con una segunda vuelta, se ha tomado ésta como fecha de las elecciones.

Fuente: Cálculos del Centro de Desarrollo de la OCDE, basados en Nieto Parra y Santiso (2008a).  
StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/471134744644>

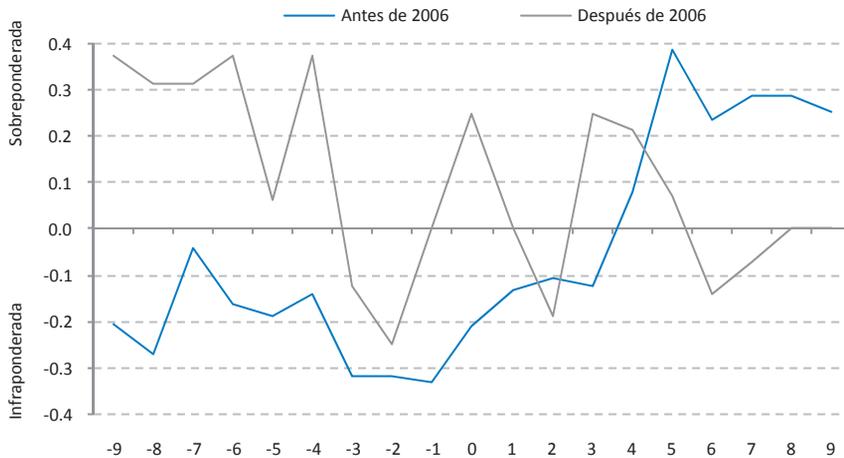
Habida cuenta de la variación del contexto financiero y económico internacional en el tiempo, no resulta evidente comparar los efectos de los ciclos electorales a lo largo de los años. La relativa estabilidad de 2006, por ejemplo, podría atribuirse a la liquidez general imperante en los mercados financieros y a las condiciones externas propicias en ese momento.

Por esta razón, las recomendaciones de los bancos de inversión pueden ser más útiles que otros indicadores de la confianza de los mercados, puesto que dichas recomendaciones - tal y como se vio en el recuadro 3.3 *supra*. - filtran los factores exógenos. Durante 2006, el conjunto de recomendaciones permaneció fuera de

terreno negativo, con un valor medio de 0.13, un resultado mejor que en los ciclos anteriores en la región, ya que en 1998, 1999, 2000 y 2002 el valor medio de las recomendaciones fue de -0.13, 0.09, 0.07 y 0.02 respectivamente.

La gráfica 3.17 analiza en este aspecto y considera la evolución de las percepciones de los analistas del mercado sobre las políticas latinoamericanas en el tiempo. Las recomendaciones bancarias se han dividido en dos subgrupos de muestreo, que cubren las elecciones antes y después del inicio del año 2006. En ambos subgrupos, las recomendaciones cayeron antes del momento de la elección, pero en el segundo subgrupo se mantuvieron por encima de las formuladas en los ciclos electorales precedentes.

**Gráfica 3.17. Recomendaciones de los bancos de inversión nueve meses antes y después de elecciones presidenciales en América Latina<sup>a b</sup> (1997-2008<sup>c</sup>)**



Notas:

a) Las recomendaciones de los bancos pueden clasificarse en tres grupos: "sobreponderada" (1), "neutral" (0) e "infraponderada" (-1).

b) Los países latinoamericanos que cubre esta gráfica son Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México, Perú, Uruguay y Venezuela.

c) El conjunto de datos cubre el periodo comprendido entre julio de 1997 y febrero de 2008, y se desglosa en 15 elecciones presidenciales antes de 2006 y 8 elecciones presidenciales desde esa fecha. Para las elecciones con una segunda vuelta, se ha tomado ésta como fecha de las elecciones.

Fuente: Cálculos del Centro de Desarrollo de la OCDE, basados en publicaciones de los bancos de inversión.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/471134744644>

Esta comparación puede confirmarse con sencillas técnicas econométricas, que analizan por separado los mismos periodos<sup>34</sup>. Antes de 2006, los bancos retrogradaban a los países latinoamericanos antes de las elecciones; desde esa fecha, por el contrario, el impacto de las elecciones en las recomendaciones de los bancos no resulta estadísticamente significativo. Además, los resultados de la regresión apuntan a que el impacto de las elecciones en las recomendaciones se redujo en el ciclo electoral de 2006 en relación con los ciclos electorales anteriores. Con todo, teniendo en cuenta que la longitud de los dos subgrupos difiere, es necesario ser prudente a la hora de interpretar estos resultados. El simple hecho de que en el segundo periodo (hace tan sólo dos años) la muestra sea menor podría explicar de por sí por qué el efecto del ciclo electoral de 2006 no es significativo.

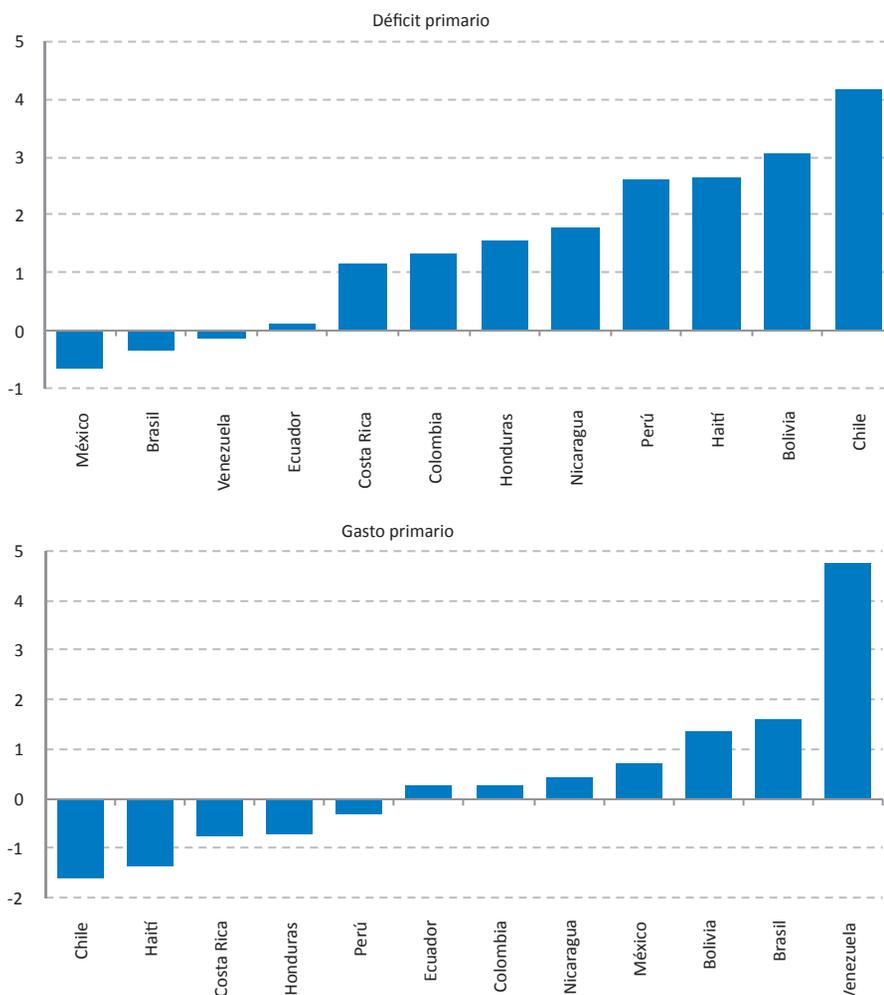
El impacto de las elecciones es mucho menos marcado desde 2006...

... y se apoya parcialmente en un mayor excedente primario que está más ligado a un fuerte crecimiento del PIB que a una moderación de los gastos...

Pese a estas reservas, la hipótesis del cambio de actitud por parte de los mercados podría tener cierta justificación. La gráfica 3.18 compara el efecto de las elecciones de 2006 sobre el balance primario y el gasto primario. Para gran desconcierto, los excedentes primarios tendieron al alza más que a la baja en los países en los que hubo elección presidencial en 2006. No cabe duda de que parte de esta disciplina fiscal puede atribuirse a un contexto de elevado crecimiento del PIB real y, desde luego, como lo demuestra el segundo panel de la gráfica 3.18, no puede decirse que la restricción del gasto explique los bajos déficits, ya que gran parte de los países analizados registraron considerables incrementos de la proporción del gasto primario en el PIB; éste fue el caso de Venezuela, Brasil y México, donde los booms en el gasto primario estimularon el aumento de los déficits fiscales, en clara oposición con el caso de Chile.

### Gráfica 3.18. Impacto de las elecciones presidenciales en variables fiscales

(En porcentaje del PIB; elecciones presidenciales de 2005 y 2006 en comparación con años anteriores no electorales)



Nota: El impacto de las elecciones de 2005 y 2006 en la política fiscal se ha calculado como la diferencia entre la variable fiscal (en porcentaje del PIB) durante el año electoral y los años no electorales anteriores.

Fuente: Nieto Parra y Santiso (2008b), basándose en *Secretaría do Tesouro Nacional* (para Brasil), Estadísticas de finanzas públicas de CEPAL ILPES (para los otros países latinoamericanos).

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/471134744644>

La mejora del sentimiento del mercado no puede sin embargo justificarse por un cambio en el modelo de anuncios de políticas no creíbles. En efecto, la proporción de elecciones en las que al menos uno de los principales candidatos ha propuesto políticas económicas faltas de credibilidad sigue siendo alta; en cinco (Argentina, Ecuador, México, Perú y Venezuela) de las ocho elecciones estudiadas, se consideró que al menos uno de los principales candidatos representaba un riesgo para la continuidad de políticas creíbles, y sólo las elecciones presidenciales de Brasil, Chile y Colombia quedaron completamente exentas de sospecha.

...aunque no ha tenido lugar una disminución de los anuncios de políticas no creíbles

## CONCLUSIONES

América Latina sigue caracterizándose por elevados niveles de deuda pública y continúa siendo vulnerable a los choques adversos. No obstante, la gestión de la composición de la deuda y la reducción de la exposición al riesgo cambiario han progresado considerablemente en la región y, aunque esta evolución no es nueva en los mercados de deuda pública interna, sí lo son, por el contrario, las emisiones hechas en el extranjero denominadas en moneda nacional. No cabe duda de que la multiplicación de estas emisiones se ha visto favorecida por el propicio clima económico con el que ha contado la región estos últimos años. Con todo, siguen pendientes ciertos desafíos en cuanto al desarrollo del mercado de deuda interna.

Una de las características - casi definitoria - de los mercados de bonos soberanos latinoamericanos es que, desde la reinstauración de regímenes democráticos, se han mostrado siempre sumamente sensibles a los acontecimientos políticos.

Principalmente dos factores explican el papel de la política monetaria, en particular de la fiscal, en esta sensibilidad. En primer lugar, la modificación de la política fiscal, especialmente del gasto, durante las elecciones puede perjudicar los intereses de los inversores y afectar a la credibilidad de los regímenes económicos. En segundo lugar, en periodos electorales, reina la incertidumbre sobre la dirección que tomarán las futuras políticas de los candidatos y sobre la credibilidad de éstas. Una elevada volatilidad en los mercados de capitales durante los ciclos electorales podría ser el reflejo de una falta de compromiso por parte de gobiernos y partidos políticos para con la credibilidad y la estabilidad de las políticas económicas durante y después de los procesos electorales. La educación del mercado, una comunicación adecuada y cautelosa, y una prudente gestión de las políticas económicas por parte de todos los actores políticos son elementos que pueden contribuir sustancialmente a mejorar el comportamiento del mercado de capitales. Y, en este contexto, es determinante la información sobre los bonos soberanos que emana de las agencias de evaluación financiera y de los bancos de inversión.

## ANEXO ESTADÍSTICO

### Notas metodológicas

Recomendaciones de los bancos de inversión sobre la deuda externa soberana en las economías emergentes

Los países cubiertos son las principales economías latinoamericanas en términos de PIB y en términos de emisiones de bonos: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México, Perú, Uruguay y Venezuela.

La base de datos comprende las recomendaciones de un grupo de 13 bancos de inversión, todos ellos importantes suscriptores en los mercados emergentes de bonos; todos son intermediarios financieros de países desarrollados, dado que éstos son los creadores de mercado dominantes: ABN AMRO (ABN), Barclays Capital (BARCLY), Bear Stearns (BS), Citigroup - antes Salomon Smith Barney (CITI), Credit Suisse - antes Credit Suisse First Boston (CSFB), Deutsche Bank (DB), Dresdner Kleinwort Wasserstein (DK), Goldman Sachs (GS), JPMorgan (JPM), Lehman Brothers (LB), Merrill Lynch (ML), Morgan Stanley (MS) y UBS (UBS). Como suscriptores, los miembros de este grupo gestionaron más del 85 por ciento de las ofertas públicas primarias de deuda soberana latinoamericana en el periodo de referencia.

Las más de 5 000 recomendaciones hechas a inversores institucionales entre julio de 1997 y marzo de 2008 (cuadro 3.A1) que contiene esta base de datos se han extraído de 699 informes individuales publicados sobre los mercados emergentes de bonos<sup>35</sup>.

**116 Cuadro 3.A1. Base de datos de recomendaciones de los bancos de inversión**  
(En número de observaciones, de julio de 1997 a marzo de 2008)

	ABN	BARCLY	BS	CITI	CSFB	DB	DK	GS	JPM	LB	ML	MS	UBS	Total
Argentina	15	3	56	107	82	50	57	25	83	19	40	57	14	608
Brasil	12	17	65	105	81	50	54	25	85	19	51	53	18	635
Chile	11	15	41	110	82	0	0	25	83	19	0	30	10	426
Colombia	12	15	65	107	82	51	57	25	85	19	44	54	12	628
Ecuador	1	16	58	106	67	51	53	25	81	18	46	41	15	578
México	15	15	63	107	78	50	55	25	85	19	49	50	16	627
Perú	1	16	65	104	80	51	54	25	83	19	47	53	14	612
Uruguay	0	0	51	26	61	0	0	16	80	19	21	12	0	286
Venezuela	12	14	60	111	77	51	54	25	82	19	48	52	14	619
Total	79	111	524	883	690	354	384	216	747	170	346	402	113	5 019
Proporción de suscripción en América Latina (%)	2.6	2.3	0.6	9.3	6.0	10.6	2.4	9.7	21.8	0.1	7.5	7.8	6.9	87.5

*Nota:* Las publicaciones consultadas son Emerging Markets Fortnightly (ABN AMRO), LatAm Drivers Fortnightly (Barclays Capital), Global Emerging Markets Monthly (Bear Stearns), Economics/Strategy (Citigroup), Debt Trading Monthly (Credit Suisse), Emerging Markets Monthly (Deutsche Bank), EM Strategist (Dresdner Kleinwort Wasserstein), Global Interest Rate Strategy (Goldman Sachs), Emerging Markets Outlook and Strategy (JP Morgan), Emerging Markets Compass (Lehman Brothers), Emerging Markets Debt Monthly (Merrill Lynch), EMD Perspectives Quarterly (Morgan Stanley) y Emerging Markets Debt Strategy Perspectives (UBS).

*Fuente:* Nieto Parra y Santiso (2008a), con base en publicaciones de los bancos de inversión (para las recomendaciones) y en la base de datos Dealogic (para la suscripción).

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/471134744644>

Las recomendaciones se han clasificado como "sobreponderada" (valor 1), "neutral" (valor 0) e "infraponderada" (valor -1), categorías que en cada caso describen la participación recomendada en relación con la ponderación del bono en un índice de bonos pertinente. Una recomendación sobreponderada, por ejemplo, es la recomendación de acumular una participación que, en relación con la cartera del inversor, representa una proporción mayor que el bono en el correspondiente índice de bonos. El índice de comparación clásico suele ser alguno de los índices de la familia EMBI calculados por JPMorgan.

Dadas las restricciones de toda cartera, es previsible que una recomendación sobreponderada esté acompañada de, al menos, una infraponderada - matemáticamente, una cartera sobreponderada en un bono tiene que infraponderar en parte, o posiblemente en todo, en otro lugar. Obsérvese, sin embargo, que no existe una correspondencia uno a uno, ya que una recomendación sobreponderada puede ser compensada con más de una infraponderada o viceversa. Esta advertencia suele ser implícita, y no puede pensarse en ningún caso que las recomendaciones estén distribuidas simétricamente.

**Cuadro 3.A.2. Saldo de la deuda pública externa en bonos**  
(En porcentaje de exportaciones de bienes y servicios)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Argentina	69.1	72.3	65.4	148.6	132.8	111.1	125.8	130.1	148.7	174.5	164.7	175.8	211.3	197.6	178.9	77.4	73.9
Bolivia	3.5	3.7	4.4	1.9	1.4	1.4	1.3	0.6	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Brasil	6.3	8.5	25.2	25.2	101.0	92.6	96.1	78.8	80.0	87.0	78.0	67.6	70.3	65.7	48.2	40.7	28.7
Chile	0.4	1.7	2.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.7	10.1	15.0	13.2	10.6	8.6
Colombia	2.9	3.5	4.1	8.0	10.8	12.6	23.3	27.5	38.2	42.8	44.6	56.9	55.4	49.9	46.1	37.7	38.0
Costa Rica	29.1	26.1	21.6	19.1	16.6	12.1	11.1	10.7	11.0	12.5	15.9	20.8	19.3	19.2	21.1	18.1	15.6
Ecuador	0.0	0.0	0.0	0.0	3.9	105.7	97.3	92.9	106.9	96.9	54.2	55.3	51.9	44.0	36.4	32.9	22.4
El Salvador	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	3.2	1.5	3.2	22.6	24.5	24.1	21.4	27.2
Guatemala	11.2	9.3	7.3	6.3	8.5	8.2	7.2	9.2	7.6	6.9	5.3	11.2	8.9	12.1	15.2	11.2	9.7
Honduras	0.0	0.0	0.0	11.7	10.5	7.8	6.0	2.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
México	73.5	70.7	57.1	55.8	53.5	46.8	47.2	39.5	38.1	35.6	27.1	26.9	25.7	25.1	22.8	18.2	13.0
Nicaragua	0.0	150.6	160.3	131.8	96.1	70.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Panamá	4.6	3.8	3.3	3.1	0.0	0.0	37.6	33.8	36.3	45.4	43.9	51.7	57.0	58.5	58.7	50.9	45.5
Paraguay	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Perú	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	57.3	42.4	46.1	41.2	37.4	37.7	43.2	46.9	42.7	38.6	28.8
República Dominicana	0.0	0.0	0.0	0.0	8.5	7.8	7.2	6.2	5.7	5.2	4.6	9.4	9.2	13.6	12.7	11.2	12.6
Uruguay	23.4	60.4	57.6	58.4	55.7	50.2	49.0	51.0	57.2	57.5	61.6	71.4	96.8	117.4	88.6	76.6	69.4
Venezuela	91.5	106.6	117.4	118.5	109.1	91.7	76.4	69.2	84.5	69.1	42.9	50.8	51.1	53.5	42.9	38.4	26.0
Promedio América Latina	17.5	28.7	29.2	32.7	33.8	34.4	35.7	33.0	36.7	37.7	32.3	35.6	40.7	41.3	36.2	26.9	23.3
Promedio América Latina (8) <sup>a</sup>	33.4	40.5	41.2	51.8	57.9	50.6	59.4	54.8	61.6	63.5	57.1	61.2	70.5	71.4	60.4	42.3	35.8
Países de ingreso mediano-bajo <sup>b</sup>	3.7	3.7	4.2	4.7	5.1	5.8	6.7	6.7	8.0	7.7	6.3	6.9	6.3	5.6	5.0	4.4	3.9
Países de ingreso mediano <sup>b</sup>	15.7	16.0	15.5	18.4	23.6	21.0	21.6	20.3	23.3	23.6	21.3	21.5	21.4	19.6	16.6	12.6	10.5
Países de ingreso mediano-alto <sup>b</sup>	24.0	25.4	24.5	29.4	38.9	33.2	33.8	31.6	35.5	36.9	33.8	34.0	35.4	33.0	28.0	21.0	17.4

Notas:

a) El promedio América Latina (8) incluye a Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Uruguay y Venezuela.

b) Los países de ingresos medios-altos, medios y medios-bajos incluyen a todas las regiones y se han definido según la lista de economías del Banco Mundial, que tiene en cuenta la renta nacional bruta (RNB) per cápita.

Fuente: Cálculos del Centro de Desarrollo de la OCDE, fundados en Banco Mundial, *Global Development Finance Database*.  
StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/471134744644>

**Cuadro 3.A3. Recomendaciones de los bancos de inversión** (Promedios por país)

	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	Ecuador	México	Perú	Uruguay	Venezuela
Q3 1997	1.0	0.0	1.0	0.0	-1.0	0.5	0.0		-1.0
Q4 1997									
Q1 1998	0.7	-0.3	0.7	0.0	-0.7	1.0	-0.3		-1.0
Q2 1998	-0.3	0.5	-0.5	0.0	-1.0	1.0	-1.0		-1.0
Q3 1998	0.3	-0.7	-0.7	-0.3	-1.0	1.0	-1.0		-0.3
Q4 1998	-1.0	1.0	0.0	1.0	0.0	1.0	1.0		-1.0
Q1 1999	-1.0	-0.5	0.0	1.0	-1.0	1.0	1.0		-1.0
Q2 1999	-1.0	0.0	0.0	1.0	-0.7	0.7	1.0		-0.3
Q3 1999	-1.0	0.0	1.0	0.0	-0.7	1.0	1.0		0.3
Q4 1999	-0.3	0.5	1.0	1.0	-1.0	-0.5	0.5		-0.5
Q1 2000	0.0	0.8	1.0	0.5	-1.0	1.0	0.2		-0.8
Q2 2000	-0.5	0.5	0.3	0.0	-0.7	0.2	0.2		-0.5
Q3 2000	-1.0	1.0	1.0	0.0	-0.5	0.2	-0.2		-0.2
Q4 2000	-1.0	1.0	0.0	0.0	0.3	0.0	-0.2		0.3
Q1 2001	-0.1	1.0	-0.5	0.1	0.4	-0.3	0.1		0.7
Q2 2001	-0.5	0.1	0.0	0.0	0.1	0.4	0.0	0.0	1.0
Q3 2001	-0.9	-0.4	-0.3	0.0	0.8	0.8	0.6	-0.5	0.5
Q4 2001	-0.8	0.0	0.3	-0.2	0.5	0.4	0.8	-0.5	0.0
Q1 2002	-1.0	1.0	0.3	-0.5	0.6	0.3	0.7	0.0	-0.4
Q2 2002	-1.0	0.4	-0.4	-0.4	0.5	0.6	0.1	-0.2	0.4
Q3 2002	-0.9	-0.2	-0.4	0.1	0.2	0.8	0.3	-0.3	-0.1
Q4 2002	-0.7	-0.4	0.1	0.7	-0.4	0.3	-0.2	-0.5	-0.1
Q1 2003	-0.6	0.2	0.3	0.7	0.3	-0.1	0.1	-0.3	0.1
Q2 2003	-0.6	0.7	0.2	0.7	0.5	0.0	0.1	-0.2	0.3
Q3 2003	-0.7	0.9	0.0	0.7	0.0	0.1	-0.3	-0.1	0.3
Q4 2003	-0.5	0.9	0.2	0.3	0.4	0.0	-0.4	-0.3	0.4
Q1 2004	-0.2	0.8	-0.1	0.3	0.8	0.0	-0.4	-0.1	0.4
Q2 2004	0.2	0.2	0.2	0.3	0.1	0.3	-0.3	-0.2	0.7
Q3 2004	0.1	0.4	-0.1	0.2	0.0	0.3	-0.2	-0.4	0.4
Q4 2004	0.2	0.6	-0.4	0.3	0.2	-0.4	0.2	-0.6	0.6
Q1 2005	0.5	0.1	-0.6	0.1	0.4	-0.1	0.2	-0.2	0.8
Q2 2005	0.6	-0.2	-0.4	0.2	-0.4	0.1	0.3	-0.1	0.5
Q3 2005	0.9	0.1	-0.1	-0.1	-0.4	0.2	0.3	0.0	0.5
Q4 2005	0.7	0.3	-0.4	-0.1	-0.3	0.0	0.0	-0.3	0.5
Q1 2006	0.7	0.7	-0.5	0.0	-0.1	-0.1	-0.2	0.3	0.9
Q2 2006	0.8	0.4	-0.8	0.5	0.2	-0.7	0.2	0.3	0.9
Q3 2006	0.9	0.3	-0.9	0.6	0.3	-0.2	0.4	0.2	0.6
Q4 2006	1.0	0.4	-1.0	0.4	-0.1	-0.1	0.1	0.3	0.0
Q1 2007	0.9	0.6	-0.6	0.1	-0.7	-0.2	0.0	0.3	0.1
Q2 2007	0.7	0.5	-0.5	0.1	0.5	-0.4	-0.2	0.4	0.0
Q3 2007	0.5	0.6	-0.7	0.2	0.3	-0.4	-0.3	0.3	0.4
Q4 2007	0.4	0.2	-0.6	0.2	0.4	-0.2	-0.1	0.2	0.4
Q1 2008	0.6	0.3	-0.4	0.3	-0.4	-0.1	-0.3	0.0	0.1

**Notas:**

Las recomendaciones se han clasificado en tres grupos: "sobreponderada" (1), "neutral" (0) e "infraponderada" (-1), que corresponden respectivamente a los casos de compra, mantenimiento en cartera y venta, con respecto al índice de un bono.

Las publicaciones consultadas son Emerging Markets Fortnightly (ABN AMRO), LatAm Drivers Fortnightly (Barclays Capital), Global Emerging Markets Monthly (Bear Stearns), Economics/Strategy (Citigroup), Debt Trading Monthly (Credit Suisse), Emerging Markets Monthly (Deutsche Bank), EM Strategist (Dresdner Kleinwort Wasserstein), Global Interest Rate Strategy (Goldman Sachs), Emerging Markets Outlook and Strategy (JP Morgan), Emerging Markets Compass (Lehman Brothers), Emerging Markets Debt Monthly (Merrill Lynch), EMD Perspectives Quarterly (Morgan Stanley) y Emerging Markets Debt Strategy Perspectives (UBS).

Fuente: Nieto Parra y Santiso (2008a), con base en publicaciones de los bancos de inversión (para las recomendaciones) y en la base de datos Dealogic (para las suscripciones).

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/471134744644>

## NOTAS

1. Un aspecto que no se abordará en este capítulo es la relación entre la gestión de la deuda pública y el desarrollo de los mercados nacionales de bonos privados. Véase al respecto Borensztein *et al.* (2008) para un extenso análisis del mercado nacional de bonos en la región latinoamericana.
2. Los gobiernos disponen de un conjunto de opciones. Una de las más importantes consiste en contar con bonos nacionales vinculados en alguna medida a las subidas de precios, lo que constituye al mismo tiempo una protección para los inversores frente a cualquier inflación inesperada y un símbolo del compromiso del gobierno de mantener la estabilidad de los precios. Cuando la capacidad del mercado interno de deuda soberana se ve mermada por el escepticismo que pesa sobre las políticas económicas, esta alternativa, indexada a la inflación, se vuelve particularmente atractiva. En comparación con los bonos a corto plazo, los indexados reducen el riesgo de refinanciamiento y, comparados con la deuda en divisas, no se hallan sujetos al riesgo de depreciación del tipo de cambio real, con lo cual, podrían llegar a sacar del mercado a esas dos otras modalidades de bonos. Los bonos indexados representan un elevado porcentaje del mercado interno total de deuda soberana en ciertos países latinoamericanos: 92 por ciento en Chile, 71 por ciento en Argentina, 27 por ciento en Uruguay, 20 por ciento en Colombia, y 15 por ciento en Brasil en 2005 (véase Borensztein *et al.*, 2008). Obviamente, para que un mercado de bonos indexados a la inflación sea sostenible, es necesario que las estadísticas oficiales sobre ésta sean transparentes y fiables; en este sentido, entre los países latinoamericanos, Argentina constituye el ejemplo de un país sobre el que se ha suscitado un fuerte debate acerca de la exactitud de la información proporcionada por su instituto nacional de estadística en los últimos años (véase, por ejemplo, Credit Suisse, 2008; Merrill Lynch, 2007).
3. Aunque empíricamente son pocas las pruebas que apunten a la existencia de una correlación negativa entre la deuda denominada en moneda nacional y los cambios en la estructura de vencimientos de la deuda en un análisis transversal de los países emergentes, en principio, esta implicación puede observarse en términos de coste. Los gobiernos pueden emitir deuda a largo plazo denominada en moneda nacional si pagan la prima cambiaria (o inflacionaria) que el mercado espera. La dificultad consiste en determinar los costes relativos que implica esta operación. Si la diferencia entre el rendimiento de la deuda a largo plazo denominada en moneda nacional y el de la denominada en moneda extranjera a ese mismo plazo responde a la depreciación prevista por el mercado, los costes de ambas serán iguales *ex ante* (véase el capítulo 13 de BID (2006) sobre el coste relativo de la deuda denominada en moneda nacional y en moneda extranjera).
4. Los resultados de Reinhart *et al.* (2003) deben interpretarse con precaución, ya que la prueba de la existencia del umbral de intolerancia y la solidez de los resultados no están exentos de críticas (Sims, 2003; Eichengreen *et al.*, 2003).
5. Caballero y Cowan (2008) sugieren que el endeudamiento en moneda nacional prevalece actualmente porque una posible apreciación permite a los actores políticos esconder la prima de seguro implícita que conlleva dicho tipo de endeudamiento.
6. Para una descripción de las definiciones de deuda externa e interna, véase Panizza (2008). En el presente capítulo, se distingue entre ambos tipos de deuda de acuerdo con la regulación del título emitido.
7. Para un análisis de la disyuntiva entre deuda interna y externa, véase Panizza (2008).
8. Para más detalles sobre la disyuntiva entre los riesgos de plazo y los cambiarios, véase Blommestein (2005), y Alfaro y Kanczuk (2006).
9. Paralelamente a esta tendencia, otros países han intentado reducir sus desajustes cambiarios desdolarizando sus pasivos (Fernández-Arias, 2006).

10. Un elemento decisivo para el desarrollo del mercado interno de deuda soberana ha sido la implantación de reformas del régimen de pensiones tendentes a hacerlo pasar de un sistema de reparto a un sistema individual. La consiguiente expansión de los fondos de pensiones privados ha hecho aumentar, desde 2000, la demanda de activos públicos en numerosos países latinoamericanos. En Chile, Colombia, México y Uruguay, más del 20 por ciento de la deuda pública interna está en manos de fondos de pensiones, lo que se contrapone a la situación anterior a 2000, donde esos fondos únicamente poseían más del 20 por ciento de ese tipo de deuda en Chile (véase Borensztein *et al.*, 2008).
11. La excepción era Argentina, que, en 1997, realizó dos emisiones públicas (con vencimientos a 10 y 5 años) denominadas en moneda nacional en el euromercado; con todo, ese año, el valor de su "pecado original" fue de 0.94 (*fuentes*: base de datos *Dealogic*).
12. En Uruguay, el principal y los intereses se liquidaban en USD, convirtiendo los importes de pesos uruguayos en USD.
13. Para el caso de Rusia durante la primera era de globalización, véase Flandreau y Sussman (2004).
14. De hecho, Brasil fue el único país latinoamericano que no incumplió sus deudas externas durante la mayor parte del siglo XIX.
15. Los bonos latinoamericanos sin cláusula cambiaria circularon en Londres ocasionalmente. Los bonos hipotecarios argentinos, por ejemplo, fueron comprados en gran medida por inversores británicos con fines especulativos; estaban denominados en pesos argentinos y el tipo de cambio era volátil.
16. Puede aducirse que los diferenciales de los CDS (*credit-default swap*) van por delante de los diferenciales de los bonos soberanos a la hora de identificar las debilidades financieras (véase en particular Chan-Lau (2003) ). Sin embargo, en este capítulo se ha recurrido a los segundos porque los diferenciales de los mercados de CDS sólo están disponibles desde principios de los años 2000 y no permiten, por lo tanto, una serie temporal adecuada. Además, el arbitraje existente entre los mercados de CDS y los de bonos soberanos refleja que ambos están estrechamente correlacionados (Chan-Lau, 2003).
17. Los bonos del Tesoro de Estados Unidos de similar vencimiento constituyen la referencia para los bonos soberanos de las economías emergentes denominados en USD.
18. Por ejemplo, tras la crisis argentina, los inversores no reaccionaron negativamente en otras economías emergentes (véase Boschi, 2005). La ausencia de contagio corrobora la opinión de que los agentes de los mercados de capitales son capaces de discriminar entre las diversas economías emergentes basándose en las políticas económicas de éstas, y de que si en la actualidad se da algún contagio es porque existe una similitud de circunstancias entre los países implicados.
19. Véase el anexo metodológico para mayor información sobre esta variable.
20. Nieto Parra y Santiso (2007). Estos resultados confirman la investigación previa efectuada en relación con los países con altos ingresos, que demuestra que las recomendaciones influyen en el mercado bursátil de capitales (Mikhail *et al.*, 2005). Se ha observado que esta influencia es más marcada cuando las entidades bancarias rebajan el grado estimado de los activos (véase Asquith *et al.*, 2005; Hirst *et al.*, 1995; Jegadeesh *et al.*, 2004; Womack, 1996).
21. Independientemente del posible conflicto de intereses que pueda suscitar la consideración del papel de los bancos de inversión por parte de los gobiernos (en su calidad de emisores) y por parte de los inversores, es innegable que las recomendaciones bancarias repercuten en el comportamiento de los inversores institucionales (Nieto Parra y Santiso, 2007).
22. Véase Alesina *et al.* (1997) para un análisis más detallado de la relación entre ideología política y políticas económicas.

23. Sin embargo, los inversores pueden estar dispuestos a invertir en gobiernos de izquierdas, antes que en gobiernos de centro o de derechas, si los primeros ofrecen la necesaria certeza política (Cho, 2008). En contra de la creencia general, Gourevitch, Pinto y Weymouth (2008) muestran que es más probable que se asocie a los gobiernos de tendencia izquierdista a una mayor capitalización del mercado de valores que a sus homólogos más a la derecha del espectro político.
24. Moser (2007).
25. Suelen retrogradar las calificaciones de los países en desarrollo más a menudo en los años de elecciones, bajándolas aproximadamente de un nivel (Block y Vaaler, 2004); las revisiones de calificación a la baja durante los años electorales son mayores en los países en desarrollo con candidatos de izquierdas (Vaaler y McNamara, 2008). Sin embargo, Archer *et al.* (2007) han cuestionado este efecto electoral: sobre la base de un muestreo de cincuenta países en desarrollo de 1987 a 2003 y del estudio de las calificaciones de los bonos soberanos de Moody's Investors Service, Standard & Poor's y Fitch Ratings, hallaron que los factores políticos, tales como los ciclos electorales, tenían un efecto reducido sobre las calificaciones.
26. Nieto Parra y Santiso (2008a). A fin de comprobar la solidez del modelo descrito, los autores recurrieron al análisis de datos de panel (mínimos cuadrados ordinarios con regresiones de efectos fijos por país). El resultado más importante fue que las variables *dummy*, que representaban tres meses, dos meses y un mes antes de las elecciones, eran estadísticamente negativas y elevadas en el nivel 1 por ciento.
27. Block y Vaaler (2004). La investigación empírica llega a la conclusión de que los partidos en el poder que enfrentan una reelección, sobre todo los de izquierdas, se encuentran con ciertos escollos a la hora de emprender políticas económicas expansionistas insostenibles (Leblang, 2002). Obviamente, votantes y partidos en el poder están inmersos en una relación dinámica, y se supone que los votantes racionales no cometen errores sistemáticamente. Con todo, existen asimetrías en la información de ambos grupos en relación con la política fiscal que debe llevarse y con el papel de los políticos, y unos votantes racionales podrían preferir, con todo, candidatos en el poder que cargasen con déficits fiscales (Rogoff, 1990). Sin embargo, esta opinión ha sido cuestionada recientemente por otros autores (Brender y Drazen, 2005), que, mediante un muestreo de 74 países de 1960 a 2003, encontraron que no hay prueba alguna que permita afirmar que los déficits promueven la reelección ni en los países desarrollados ni en los países en desarrollo.
28. Se han utilizado las elecciones legislativas para los países con sistemas políticos parlamentarios, y las elecciones al Ejecutivo para aquéllos con sistemas presidencialistas. Con la excepción de México, Polonia y Estados Unidos, se ha considerado que todos los países de la OCDE tenían sistemas parlamentarios (véase Keefer, 2007).
29. Considerando a México de 1957 a 1997, González (2002) observó que los gobiernos recurrían ampliamente al gasto público en infraestructura y a las transferencias corrientes para atraer votos. Drazen y Eslava (2005), tras un examen de las elecciones municipales en Colombia, tomaron nota de que los representantes en el poder tenían tendencia a incrementar los gastos de forma a maximizar el impacto de éstos en los votantes, pero sin afectar al déficit fiscal. Para América Latina en general, Rodríguez (2006) concluyó que, de 1990 a 2004, los gobiernos solían aumentar el gasto público un año antes de las elecciones, y las transferencias corrientes, durante el año electoral.

30. Nieto Parra y Santiso (2008b) confirman los resultados de la gráfica 3.13 utilizando un método similar al empleado por Shi y Svensson (2006). Shi y Svensson (2006) analizaron las elecciones en 58 países en desarrollo y 27 países desarrollados, de 1975 a 1991; el resultado fue que los déficits fiscales no aumentaban durante las elecciones en los países desarrollados. Brender y Drazen (2005) obtuvieron resultados parecidos para el periodo 1960-2001 en un estudio en el que diferenciaron las nuevas democracias de las viejas, y en el que utilizaron como variables fiscales el balance del gobierno, el gasto total y los ingresos totales. A fin de evitar la desviación causada por la inclusión de variables dependientes rezagadas, Nieto Parra y Santiso (2008b) han adoptado el estimador GMM (*Generalized Method of Moments*). Los resultados obtenidos con la estimación por GMM no difieren sustancialmente de los conseguidos con el modelo de efectos fijos.
31. Un importante aspecto de la credibilidad de las políticas es el de la consistencia de éstas en el tiempo; más concretamente, la *inconsistencia* de las políticas económicas se ha presentado en la literatura científica como un importante factor de la falta de credibilidad política (véase Persson y Tabellini, 2002).
32. Por ejemplo, a finales de 1999 y principios de 2000, los medios de comunicación se concentraron en el arresto de Pinochet en Londres. De septiembre de 1999 a marzo de 2000, *The Economist* publicó nueve artículos sobre el caso Pinochet y sólo tres sobre las elecciones presidenciales.
33. Los países de la gráfica 3.15 menos afectados por las percepciones sobre la falta de credibilidad de las políticas son precisamente los que Santiso (2006) caracteriza como ejemplos de la "economía política de lo posible", la combinación de la continuidad política y de reformas escalonadas de las políticas.
34. El método empleado sigue a Stein y Streb (2004) y Stein *et al.* (2005).
35. Para el periodo comprendido entre julio de 1997 y diciembre de 1999, la base de datos contiene sólo información procedente de Citigroup.

## REFERENCIAS

ALESINA, A., R. HAUSMANN, R. HOMMES y E. STEIN (1999), "Fiscal Institutions and Budget Deficits in Latin America", *Journal of Development Economics*, No. 59, pp. 233-255.

ALESINA, A., N. ROUBINI y G. COHEN (1997), *Political Cycles and the Macroeconomy*, MIT Press, Cambridge, MA.

ALFARO, L. y F. KANCUK (2006), "Sovereign Debt: Indexation and Maturity", *IADB Research Department Working Paper*, 560.

AMES, B. (1987), *Political Survival: Politicians and Public Policy in Latin America*, University of California Press, Berkeley, CA.

ARCHER, C.C., G. BIGLAISER y K. DEROUEN JR. (2007), "Sovereign Bonds and the 'Democratic Advantage': Does Regime Type Affect Credit Rating Agency Ratings in the Developing World?", *International Organization*, Vol. 61 (2), pp. 341-365.

ASQUITH, P., M. MIKHAIL y A. AU (2005), "Information Content of Equity Analyst Reports", *Journal of Financial Economics*, 75 (2), pp. 245-282.

BERNHARD, W. y D. LEBLANG (2006), *Democratic Processes and Financial Markets*, Cambridge University Press, New York, NY.

BID (2005), *The Politics of Policies*, Economic and Social Progress in Latin America, informe 2006.

BID (2006), *Living with Debt, How to Limit the Risks of Sovereign Finance*, Economic and Social Progress in Latin America, informe 2007.

BPI (2008), "New Financing Trends in Latin America: A Bumpy Road Towards Stability", *BIS Papers*, No 36, Monetary and Economic Department, Banco de Pagos Internacionales, México DF.

124 BLÁZQUEZ, J. y J. SANTISO (2004), "Is Mexico an Ex-Emerging Market?", *Journal of Latin American Studies*, No. 36, pp. 297-318.

BLOCK, S. y P. VAALER (2004), "The Price of Democracy: Sovereign Risk Ratings, Bond Spreads and Political Business Cycles in Developing Countries", *Journal of International Money and Finance*, Vol. 23 (6), pp. 917-946.

BLOCK, S., B. SCHRAGE y P. VAALER (2003), "Democracy's Spread: Elections and Sovereign Debt in Developing Countries", *Working Paper* No. 575, The William Davidson Institute, Universidad de Michigan, Ann Arbor, MI.

BLOMBERG, B., J. FRIEDEN y E. STEIN (2005), "Sustaining Fixed Rates: The Political Economy of Currency Pegs in Latin America", *Journal of Applied Economics*, Vol. 8, noviembre, pp. 203-225.

BLOMMESTEIN, H.J. (ed.) (2005), *Advances in Risk Management of Government Debt*, OCDE, París.

BONOMO, M. y C. TERRA (2005), "Elections and Exchange Rate Policy Cycles", *Economics & Politics*, Vol. 17 (2), pp. 151-176.

BORDO, M.D. y B. EICHENGREEN (2002), "Crises Now and Then: What Lessons from the Last Era of Financial Globalization", *NBER Working Paper*, No. 8716, Oficina Nacional de Investigaciones Económicas de los EE.UU., Cambridge, MA.

BORDO, M.D., C.M. MEISSNER y A. REDISH (2005), "How 'Original Sin' was Overcome: The Evolution of External Debt Denominated in Domestic Currencies in the United States and the British Dominions 1800-2000", en B. EICHENGREEN y R. HAUSMANN (eds.), *Other People's Money*, University of Chicago Press, Chicago, IL.

BORENSZTEIN, E., K. COWAN, B. EICHENGREEN y U. PANIZZA (2008), *Bond Markets in Latin America: on the verge of a Big Bang*, MIT Press, Cambridge, MA.

BOSCHI, M. (2005), "International Financial Contagion: Evidence from the Argentine Crisis of 2001-2002", *Applied Financial Economics*, Vol. 15, pp. 153-163.

BRENDER, A. y A. DRAZEN (2005), "Political Budget Cycles in New Versus Established Democracies", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 52, Issue 7, pp. 1271-1295, octubre

CABALLERO, R.J. y K. COWAN (2008), "Financial Integration without the Volatility", *MIT Department of Economics Working Paper* 08-04. En línea en: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=948579](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=948579)

CAMPELLO, D. (2007), *Do Markets Vote? A Systematic Analysis of Portfolio Investors' Response to National Elections*, Department of Political Science, Universidad de California, Los Angeles, CA (no publicado).

CAMPOS, C., D. JAIMOVICH y U. PANIZZA (2006), "The Unexplained Part of Public Debt", *Emerging Markets Review*, No. 7, pp. 228-243.

CARMAGNANI, M. (1994), *Estado y Mercado. La economía pública del liberalismo mexicano, 1850-1911*, Fondo de Cultura Económica, México DF.

CASTELLANOS, S. y L. MARTÍNEZ (2006), "The Development and Challenges Faced by the Mexican Bond Market", artículo presentado en *Second Workshop on the Development of Latin American Bond Markets*, 14 de julio.

CHANG, R. (2007), "Financial Crises and Political Crises", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 54, No. 8, pp. 2409-2420.

CHAN-LAU, J.A. (2003), "Anticipating Credit Events Using Credit Default Swaps, with an application to sovereign debt crises", *IMF Working Paper* WP 03/106.

CHO, H.J. (2007), "Democracy and Sovereign Credit Ratings: Do Democratic Institutions Help Leftist Governments Restore Investor Confidence?", artículo presentado en *Annual Meeting of the Midwest Political Science Association*, Chicago, IL, Apr 12, 2007 (no publicado).

CHO, H.J. (2008), "Partisan Politics, Credibility, and Government Bond Markets", Artículo presentado en el *Annual Meeting of the Midwest Political Science Association*, Chicago, IL (no publicado).

CREDIT SUISSE (2008), *Debt Trading Monthly*, enero de 2008, investigación sobre renta fija (Fixed Income Research).

DEALOGICDATABASE (2008), *accesible en línea en: <http://www.dealogic.com/>*

DRAZEN A. y M. ESLAVA (2005), "Electoral Manipulation Via Expenditure Composition: Theory and Evidence.", *NBER Working paper* No. 11085, Oficina Nacional de Investigaciones Económicas de los EE.UU., Cambridge, MA.

ECONOMIST, THE (2008), revista semanal, ISSN:0013-0613, Londres.

EICHENGREEN B. y R. HAUSMANN (2005), *Other People's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies*, University of Chicago Press, Chicago y Londres.

EICHENGREEN, B., R. HAUSMANN y U. PANIZZA (2003), "Currency Mismatches, Debt Intolerance and Original Sin: Why They are not the Same and Why it Matters", *NBER Working Paper* No. 10036, Oficina Nacional de Investigaciones Económicas de los EE.UU., Cambridge, MA.

EICHENGREEN B., R. HAUSMANN y U. PANIZZA (2005), "The Pain of Original Sin", en EICHENGREEN, B. y R. HAUSMANN (eds.) *Other People's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies*, University of Chicago Press, Chicago y Londres.

FERNÁNDEZ-ARIAS, E. (2006), "Financial Dollarization and Dedollarization", *Economía*, Vol. 6(2), pp. 37-90.

FLANDREAU, M. y N. SUSSMAN (2004), "Old Sins: Exchange Rate Clauses and European Foreign Lending in the 19th Century", *CEPR Discussion Paper* 4248.

FLANDREAU, M. y F. ZUMER (2004), *The Making of Global Finance*, Centro de Desarrollo de la OCDE, París.

FLORES, J. (2007), "Lending Booms, Underwriting and Competition: The Baring Crisis Revisited", *Working Papers in Economic History*, 07-01, Universidad Carlos III, Madrid.

FLORES, J. (2008), "Structure of Public Debt in Latin America, 1880-1914", *forthcoming working paper*, Universidad Carlos III, Madrid.

FRIEDEN, J. y E. STEIN (dir. pub.) (2001), *The Currency Game: Exchange-Rate Politics in Latin America*, Johns Hopkins University Press, Baltimore, MD.

FRIEDEN, J., P. GHEZZI y E. STEIN (2001), "Politics and Exchange Rates: A Cross-Country Approach" en FRIEDEN, J. y E. STEIN (eds.), *The Currency Game: Exchange-Rate Politics in Latin America*, Johns Hopkins University Press, Baltimore, MD, pp. 20-63.

GARCÍA-HERRERO A. y A. ORTIZ (2006), "The Role of Global Risk Aversion in Explaining Sovereign Spreads", *Economía*, Vol. 7 (2), pp. 125-155.

GONZÁLEZ, M.A. (2002), "Do Changes in Democracy Affect the Political Budget Cycle? Evidence from Mexico", *Review of Development Economics*, Vol. 6, No. 2, Blackwell Publishing, Oxford.

GOUREVITCH, P., P. PINTO y S. WEYMOUTH (2008), "The Politics of Stock Market Development", artículo presentado en *ISA's 49th Annual Convention*, San Francisco, CA (no publicado).

HAYS, J., J. FREEMAN y H. NESSETH (2003), "Democratization and Globalization in Emerging Market Countries: An Econometric Study", *International Studies Quarterly*, Vol. 47, No. 2, pp. 203-228.

HENISZ, W. y E. MANSFIELD (2006), "Votes and Vetoes: The Political Determinants of Commercial Openness", *International Studies Quarterly*, 50 (1), pp. 189-212.

HIRST, E., L. KOONCE y P. SIMKO (1995), "Investor Reactions to Financial Analysts' Research Reports", *Journal of Accounting Research*, No. 33, pp. 335-351.

IZQUIERDO, A., P. OTTONELLO y E. TALVI (2008), *If Latin America were Chile: A Comment on Structural Fiscal Balances and Public Debt*, IADB Research Department and CERES (mimeo).

126

JEGADEESH, N., J. KIM, S. KRISCHE y C. LEE (2004), "Analyzing Analysts: When do Recommendations add Value?", *The Journal of Finance*, No. 59, pp. 1083-1124.

KEEFER, P. (2007), *Database of Political Institutions: Changes and Variables Definitions*, Grupo de Investigación en Desarrollo, Banco Mundial, Washington, D.C.

KEEFER, P. y D. STASAVAGE (2002), "Checks and Balances, Private Information and the Credibility of Monetary Commitments", *International Organization*, No. 56, pp. 751-774.

LEBLANG, D. (2002), "The Political Economy of Speculative Attacks in the Developing World", *International Studies Quarterly*, 46(1), pp. 69-91.

LEBLANG, D. y W. BERNHARD (2006), "Parliamentary Politics and Foreign Exchange Markets: The World According to GARCH", *International Studies Quarterly*, 50(1), pp. 69-92.

LEBLANG, D. y S. SATYANATH (2006), "Institutions, Expectations, and Currency Crises", *International Organization*, No. 60, pp. 245-262.

MACINTYRE, A. (2001), "Institutions and Investors: The Politics of the Economic Crisis in Southeast Asia", *International Organization*, 55 (1), pp. 81-122.

MERRILL LYNCH (2007), *EM Debt Monthly*, septiembre, mercados emergentes.

MIKHAIL, M., B. WALTHER y R. WILLIS (2005), "When Security Analysts Talk, Who Listens?", *Working Paper*. En línea en [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=709801](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=709801)

MOSER, C. (2007), *The Impact of Political Risk on Sovereign Spreads: Evidence from Latin America*, Departamento de Economía, Universidad de Maguncia, (no publicado).

NIETO PARRA, S. (2008), "Who Saw Sovereign Debt Crises Coming? An Analysis from the Primary Bond Market", *Working Paper* No. 274, Centro de Desarrollo de la OCDE, París.

NIETO PARRA, S. y J. SANTISO (2007), "The Usual Suspects: Investment Banks' Recommendations and Emerging Markets", *Working Paper* No. 258, Centro de Desarrollo de la OCDE, París.

NIETO PARRA, S. y J. SANTISO (2008a), "Wall Street and Elections in Latin American Emerging Democracies", *Working Paper* No. 272, Centro de Desarrollo de la OCDE, París.

NIETO PARRA, S. y J. SANTISO (2008b), "Political Budget Cycles: Revisiting the Latin American Curse", presentado en la Reunión de Expertos en Política fiscal: Hacia Perspectivas Económicas de América Latina 2009, actualmente entregado al *Working Paper series* del Centro de Desarrollo de la OCDE, París.

OCDE (2005), *Advances in Risk Management of Government Debt*, OCDE, París.

PANIZZA U. (2008), "Domestic and External Public Debt in Developing Countries", *UNCTAD Discussion Papers*, No. 188.

PERSSON, T. y G. TABELLINI (2002), *Macroeconomic Policy, Credibility and Politics*, Fundamentals of Pure and Applied Economics series, Routledge.

POWELL, A. y J.F. MARTÍNEZ (2008), "On Emerging Economy Sovereign Spreads and Ratings", *IADB Research Department working paper* No. 629.

REINHART, C.M., K.S. ROGOFF y M.A. SAVASTANO (2003), "Debt Intolerance", *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 2003(1), pp. 1-62.

RODRÍGUEZ, J.A. (2006), "¿Responden el gasto e inversión públicas a los ciclos económicos y políticos?", *BBVA Latinwatch*, segundo trimestre de 2006, Grupo BBVA, Madrid.

ROGOFF, K. (1990), "Equilibrium Political Budget Cycles", *American Economic Review*, No. 80, pp. 21-36.

SANTISO, J. (2006), *The Political Economy of the Possible: Beyond Good Revolutionaries and Free Marketeers*, MIT Press, Cambridge, MA.

SCHUKNECHT, L. (1996), "Political Business Cycles and Fiscal Policies in Developing Countries", *Kyklos*, 49 (2), pp. 155-170.

SHI, M. y J. SVENSSON (2006), "Political Budget Cycles: Do They Differ Across Countries and Why?", *Journal of Public Economics*, 90 (8-9), pp. 1367-1389.

SIMS, C.A. (2003), "Comments and Discussion on Debt Intolerance", *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 2003(1), pp. 63-66.

SNOWBERG, E., J. WOLFERS y E. ZITZEWITZ (2007), "Partisan Impacts on the Economy: Evidence from Prediction Markets and Close Elections", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 122, No. 2, pp. 807-829.

STEIN, E. y J.M. STREB (2004), "Signaling in Political Budget Cycles. How Far Are You Willing to Go?", *Journal of Public Economic Theory*, No. 7, pp. 229-252.

STEIN, E., J.M. STREB y P. GHEZZI (2005), "Real Exchange Rate Cycles Around Elections", *Economics and Politics*, Vol. 17, No. 3, pp. 297-330.

SUMMERHILL, W.R. (2006), *Political Economics of the Domestic Debt in Nineteenth-Century Brazil*, UCLA, CA (mimeo).

VAALER, P. y G. McNAMARA (2008), *Electoral and Market, Rivalry in Developing Country Sovereign Risk Assessment*, Carlson School of Management, University of Minnesota, MN.

WOMACK, K. (1996), "Do Brokerage Analysts' Recommendations have Investment Value?", *Journal of Finance*, Vol. LI, No. 1, pp. 137-167.

# ÍNDICE DE MATERIAS

## Índice de materias

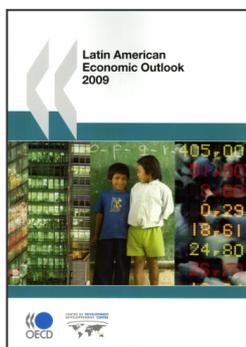
<b>PREFACIO</b>	<b>11</b>
<b>ACRÓNIMOS Y ABREVIACIONES</b>	<b>13</b>
<b>RESUMEN EJECUTIVO</b>	<b>15</b>
<b>CAPÍTULO UNO</b> Política fiscal y desarrollo	<b>25</b>
<b>CAPÍTULO DOS</b> Recientes tendencias en los resultados fiscales en América Latina	<b>55</b>
<b>CAPÍTULO TRES</b> Deuda pública, ciclos políticos y mercados de capitales	<b>85</b>
<b>CAPÍTULO CUATRO</b> Ingresos tributarios en América Latina	<b>129</b>
<b>CAPÍTULO CINCO</b> Política fiscal e informalidad en América Latina	<b>155</b>
<b>CAPÍTULO SEIS</b> Mejores prácticas en gasto público: el ejemplo de la educación	<b>189</b>

# ACRÓNIMOS ABREV.

## Acrónimos y Abreviaciones

AOD	Ayuda Oficial al Desarrollo
BARCLY	Barclays Capital
BID	Banco Interamericano de Desarrollo
BPI	Banco de Pagos Internacionales
BS	Bear Stearns
BTI	Índice de Transformación de Bertelsmann
CBOE	Chicago Board Options Exchange (Mercado de opciones de Chicago)
CDS	Credit-Default Swap
CEDLAS	Centro de Estudios Distributivos Laborales y Sociales
CEPAL	Comisión Económica para América Latina y el Caribe
CERES	Centro de Estudio de Realidad Económica y Social
CSFB	Credit Suisse conocido anteriormente como Credit Suisse First Boston
CSS	Contribuciones a la Seguridad Social
DB	Deutsche Bank
DK	Dresdner Kleinwort Wasserstein
DYMIMIC	Dynamic Multiple-indicator Multiple-cause Models (Modelo Dinámico de Múltiples Indicadores, Múltiples Causas)
EMBI	Emerging Markets Bond Index (Índice de Bonos de los Mercados Emergentes)
EQxIS	Sistema de Información de Equidad e Indicadores Sociales – Datos desagregados sobre indicadores sociales que sirven para evaluar el cumplimiento de los objetivos de desarrollo (Banco Interamericano de Desarrollo)
EUROMOD	Modelo integrado de microsimulación de impuestos y subsidios basado en un panel de hogares de la Unión Europea (15 países)
EVAC	Asociación Espacio de Vinculación
Fedesarrollo	Fundación para la Educación Superior y el Desarrollo
FIIAPP	Fundación Internacional y para Iberoamérica de Administración y Políticas Públicas
FMI	Fondo Monetario Internacional
GFS, IMF	Government Finance Statistics, International Monetary Fund (Estadísticas de Finanzas Públicas, Fondo Monetario Internacional)
GMM	Generalised Method of Moments (Método Generalizado de Momentos)
GS	Goldman Sachs
GSCI	Goldman Sachs Commodity Index (Índice de Materias Primas Goldman Sachs)
ICMS	Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (Impuesto sobre la Circulación de bienes y servicios)
IEA	International Association for the Evaluation of Educational Achievement
ILPES	Instituto Latinoamericano y del Caribe de Planificación Económica y Social

Inbraco	Instituto Brasileiro de Pesquisas, Participação Social e Acompanhamento do Orçamento Público (Instituto Brasileño de Investigación social y Acompañamiento del Presupuesto público)
INDEC	Instituto Nacional de Estadística y Censos
Inesc	Instituto de Estudos Socioeconômicos
IVA	Impuesto sobre el Valor Añadido
IVA-E	Impuesto sobre el Valor Agregado Estatal
IVA-F	Imposto sobre Valor Agregado Federal
JPM	JPMorgan
LB	Lehman Brothers
LLECE	Laboratorio Latinoamericano de Evaluación de la Calidad de la Educación
MECOVI	Programa para el Mejoramiento de las Encuestas y la Medición de las Condiciones de Vida en América Latina y el Caribe (Banco Interamericano de Desarrollo)
MIMIC	Modelo de Múltiples Indicadores, Múltiples Causas
ML	Merrill Lynch
MS	Morgan Stanley
MSCI	Morgan Stanley Capital International
NBER	Oficina Nacional de Investigaciones Económicas de los EE.UU
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico
OIT	Organización Internacional del Trabajo
ONG	Organización no gubernamental
OREALC	Oficina Regional de Educación para América (UNESCO)
PIB	Producto Interior Bruto
PIRLS	Estudio Internacional del Progreso en Comprensión Lectora
PISA	Programa para la Evaluación Internacional de Alumnos
PNB	Producto Nacional Bruto
PPA	Paridad de Poder Adquisitivo
PRAF	Programa de Asignación Familiar
REPECOS	Régimen de Pequeños Contribuyentes
RT	Recaudación Tributaria
S&P	Standard & Poor's
SIEMPRO	Sistema de Información, Monitoreo y Evaluación de Programas
SIMPLES	Sistema Integrado de Pagamento de Impuestos e Contribuições das Microempresas e das Empresas de pequeno porte (Sistema Integrado de pago de impuestos y contribuciones de la micro y pequeña empresa)
SNA	System of National Accounts (Sistema de Cuentas Nacionales)
SNTE	Sindicato Nacional de Trabajadores de la Educación
TCD	Transferencias Condicionales de Dinero en efectivo
TIMSS	Trends in International Mathematics and Science Study (Estudio Internacional de Tendencias en Matemáticas y Ciencias)
UME	Unión Monetaria Europea
UNESCO	Organización de las Naciones Unidas para la Educación, la Ciencia, y la Cultura
VIX	Índice de Volatilidad CBOE
WDI, WB	World Development Indicators, World Bank (Indicadores de Desarrollo Mundial, Banco Mundial)
WVS	World Values Survey (Estudio Mundial de Valores)



**From:**  
**Latin American Economic Outlook 2009**

**Access the complete publication at:**

<https://doi.org/10.1787/leo-2009-en>

**Please cite this chapter as:**

OECD (2009), “Deuda pública, ciclos políticos y mercados de capitales”, in *Latin American Economic Outlook 2009*, OECD Publishing, Paris.

DOI: <https://doi.org/10.1787/leo-2009-5-es>

El presente trabajo se publica bajo la responsabilidad del Secretario General de la OCDE. Las opiniones expresadas y los argumentos utilizados en el mismo no reflejan necesariamente el punto de vista oficial de los países miembros de la OCDE.

This document and any map included herein are without prejudice to the status of or sovereignty over any territory, to the delimitation of international frontiers and boundaries and to the name of any territory, city or area.

You can copy, download or print OECD content for your own use, and you can include excerpts from OECD publications, databases and multimedia products in your own documents, presentations, blogs, websites and teaching materials, provided that suitable acknowledgment of OECD as source and copyright owner is given. All requests for public or commercial use and translation rights should be submitted to [rights@oecd.org](mailto:rights@oecd.org). Requests for permission to photocopy portions of this material for public or commercial use shall be addressed directly to the Copyright Clearance Center (CCC) at [info@copyright.com](mailto:info@copyright.com) or the Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC) at [contact@cfcopies.com](mailto:contact@cfcopies.com).