

INSTRUMENTOS DE COBERTURA DEL RIESGO PAIS

Instrumentos de cobertura del riesgo país para países emergentes como Colombia

Laura Susana Gamarra Gómez

Nota de autor

Esta investigación se realizó como requisito para optar por el título de Magíster en Administración Financiera y fue asesorada por el profesor Hernán Humberto Herrera.

La correspondencia en relación con este artículo puede dirigirse a Laura Susana Gamarra Gómez.

Correo electrónico: lala_gg_87@hotmail.com

UNIVERSIDAD EAFIT

MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA

BOGOTÁ, COLOMBIA

JULIO DE 2015

Resumen

Se buscó analizar el papel del Riesgo País en los países emergentes, con enfoque en Colombia, teniendo presentes los fenómenos que lo afectan y las implicaciones de estos sobre algunos costos identificados ante deudas e inversiones como puede ser el caso de un crédito con la banca multilateral.

En conclusión, un adecuado análisis puede determinar cuáles pueden ser las acciones a seguir para prevenir, como entidad financiera, este tipo de riesgo, tomando más de un indicador de medición de Riesgo País en el análisis de la nación previo a la inversión, puesto que es un riesgo del que no se tiene control directo, y cuáles pueden ser las alternativas para cubrir aquella exposición de incumplimiento en el que se puedan presentar como garantía ante la operación.

Palabras clave: Riesgo País, banca multilateral, calificación de Riesgo País, calculo riesgo, país, países emergentes.

Abstract

With this paper it searched the importance of the country risk in the emerging countries, specially in Colombia, taking into account the different facts and implications of those ones in the costs of the investments or loans with the development banks.

In fact, with this analysis can identify the actions to prevent, as a financial entity, that kind of risk, taking more than one alternative as a measure risk country index for the analysis for a Country, previous for an investment, with these uncontrollable risks. What could be de alternatives to cover as a guarantee for a future operation default.

Key words: Country Risk, Multilateral Bank, Country Risk rate, Country Risk calculation, Country, Emerging Countries.

Tabla de contenido

Resumen	2
Introducción	6
1. Riesgo país en los Países Emergentes.	8
2. Fenómenos que afectan el riesgo país	10
2.1. Riesgo de transferencia de capitales	10
2.2. Riesgo macroeconómico	10
2.3. Riesgo de convertibilidad de divisas o riesgo de cambio	11
2.4. Riesgo de confiscación, expropiación y nacionalización (CEN)	12
2.5. Riesgo de Guerra, desestabilización sociopolítica y terrorismo	12
2.6. Riesgo de incumplimiento de compromisos y de cambios en la regulación o Riesgo de ejercicio de la soberanía	12
3. Implicaciones del Riesgo País en relación con los créditos, inversiones y percepción del desarrollo de un país	13
4. Métodos de Cálculo del Riesgo País	16
4.1. Método de cálculo 1: Índice Bonos de los Mercados Emergentes, EMBI	17
4.2. Método de cálculo 2: J.P. Morgan Emerging Markets Bond Index Plus (EMBI+)	20
4.3. Métodos de cálculo 3: EMBI Global	22
4.4. Métodos de cálculo 4: Euromoney Riesgo País	24
4.5. Método de cálculo 5: Permuta de Incumplimiento crediticio	26
4.6. Método de cálculo 6: Volatilidad del mercado local	28

5. Calculo del Riesgo País en Colombia	29
5.1. EMBI Global Colombia	31
5.2. Euromoney Country Risk Colombia	33
5.3. CDS Colombia	34
5.4. Volatilidad del Mercado Local Colombiano	35
5.5. Correlación de mecanismos de cálculo de riesgo País en Colombia.	37
6. Garantías y coberturas ante un Riesgo País	39
7. Garantías y coberturas ante un Riesgo País en Colombia	43
8. Conclusiones	45
Referencias	49

Lista de Figuras

Figura 1. Comportamiento Anual EMBI Global Colombia.	32
Figura 2. Comportamiento Mensual EMBI Global Colombia.	32
Figura 3. Comportamiento Mensual EMBI Global Colombia.	33
Figura 4. Comportamiento histórico de los CDS de Colombia en los últimos 10 años.	35
Figura 5. Comportamiento histórico del índice COLCAP en los últimos 10 años en el Mercado de Valores de Colombia.	36
Figura 6. Correlación de EMBI Global, COLCAP y CDS de Colombia.	38
Figura 7. Tendencias del EMBI Global, COLCAP y CDS de Colombia en el período 2005-2015.	38
Figura 8. Comportamiento de los CDS de Colombia a diferentes plazos (1, 5, y 10 años).	44
Figura 9: Resumen de la Investigación Instrumentos de cobertura del Riesgo País para países emergentes, como Colombia.	48

Introducción

Actualmente, dentro de los riesgos financieros, el Riesgo País, marca la pauta para las inversiones en los países emergentes. En este caso, la mayor parte de Latino América ha venido presentando un desarrollo favorable destacándose el comportamiento que ha presentado Colombia y todo el proceso por el que ha venido atravesando con el apoyo del Gobierno Nacional de la República, que proporciona el incentivo de las inversiones y desarrollo en los diferentes sectores de la economía.

Dicho riesgo, tiene implicaciones en las inversiones y alternativas de financiamiento que se puedan presentar ante el proceso de globalización que se está evidenciando actualmente hasta llegar, marcando de cierta forma, la pauta en las bancas de desarrollo a nivel internacional e inversionistas. Al tener como objetivo incentivar el desarrollo socio-económico de países emergentes, tomarían un papel estratégico para la consecución de recursos que impulsen el desarrollo deseado, de la mano con las bancas multilaterales.

Este tipo de bancas, como el Banco Interamericano de Desarrollo (BID); el Banco de Desarrollo de América Latina, antes conocido como Corporación Andina de Fomento (CAF) y bancas internacionales o agencias que incentivan el desarrollo, como la Agencia Francesa de Desarrollo-AFD o el Banco de Tokio, entre otros, han sido una alternativa de fuentes de financiamiento muy interesante para la banca colombiana (Banca de Inversión Bancolombia, 2012; Casado, 2007). Por sus condiciones financieras a largo plazo y tasas de interés realmente atractivas ante diferentes proyectos, en especial aquellos que incentivan el desarrollo en diferentes sectores de la economía del país, este tipo de entidades u organismos internacionales se vuelven aliados para las instituciones financieras nacionales en satisfacer la demanda de recursos

que generan los diversos programas y proyectos que se manejan desde los sectores de la economía en desarrollo, en especial de un país emergente como Colombia.

De acuerdo con lo anterior, se debe tener presente, cuáles serían los riesgos que conllevan este tipo de créditos internacionales, en especial por condiciones externas de terceros, como el Riesgo País, factor que debe ser tenido en cuenta por parte de cualquier entidad o parte interesada en este tipo de transacciones. Cabe aclarar que no solo los riesgos que se presenten en la empresa puedan generar terminaciones anticipadas del contrato, sino el entorno económico en el cual se desenvuelve. Como resultado de este conjunto de factores directos e indirectos, se puede presentar un incumplimiento de los compromisos contractuales y financieros adquiridos entre las partes, lo que se refleja en comisiones onerosas para el prestamista.

Por lo anterior, se realizó una investigación y análisis para determinar las características e implicaciones que se pueden presentar en caso de incumplimiento de un tercero, particularmente con enfoque en los fenómenos relativos al Riesgo País, sus características y causas, para así determinar cuáles son las garantías y coberturas vigentes en el mercado que deben asumir las instituciones financieras involucradas con este tipo de créditos. Con base en lo anterior, se determinó cuáles son las garantías de cobertura ante el Riesgo País que se pueden manejar en Colombia y se definió una posición ante este tipo de riesgo.

A continuación se le dará alcance a lo mencionado, considerando el Riesgo País como uno de los factores que deben tenerse presentes dentro de un crédito en los países emergentes, considerando a su vez, más de un indicador de medición de dicho riesgo y un mecanismo de cobertura que es aplicado en una institución financiera colombiana.

1 Riesgo País en los países emergentes.

El Riesgo País puede verse relacionado con actividades puntuales como operaciones financieras y de inversión que pueden presentar un grado de exposición e incertidumbre ante un caso de incumplimiento en la percepción de rentabilidad y seguridad de una transacción, siendo esta realizada por un extranjero con el país emergente con el que se realizaría alguna negociación (Morales y Tuesta, 1998).

Un ejemplo del Riesgo País puede ser lo que se evidencia en la actualidad en Venezuela, país cuyas políticas económicas han cerrado el mercado financiero en sí mismo, generando limitaciones hasta para el uso de sus recursos y una exposición muy alta de incumplimiento de créditos internacionales que afecta indirectamente a las empresas privadas, las cuales han llegado a su quiebra. Este hecho es una evidencia del uso extremo del poder del gobierno con decisiones que afectan la economía del país y su desarrollo (Salmerón, 2014).

La percepción de este tipo de riesgo está relacionada con algún incumplimiento como ya se indicó; pero también puede tener como resultado la terminación inmediata de un contrato de crédito, acompañado de la posibilidad de un repago. Teniendo presente que este tipo de riesgo puede generar contratiempos, que puede presentarse ante decisiones de terceros, diferentes a las partes que participan en las inversiones, siendo estas la institución financiera y la banca multilateral. (Morales y Tuesta 1998).

Podríamos inferir que el Riesgo País está relacionado con un riesgo internacional para aquellos negocios que involucran una entidad nacional y una internacional. Cuando existe un riesgo de no pago por parte de deudores de empresas privadas de un país, diferente a la nación, en préstamos concedidos en el país y en la moneda local, no se

considera como Riesgo País. (Superintendencia de Bancos y Seguros de la República de Ecuador, 2006).

La definición formulada por la Superintendencia de Bancos y Seguros de la República de Ecuador es fundamental y se pueden tener en consideración sus particularidades según el mecanismo de trabajo que se tenga con la banca multilateral. En un caso especial, la Agencia Francesa de Desarrollo (AFD) oferta créditos enfocados en temas de desarrollo, en dólares como moneda de transacción, pero al ser negociadas en Colombia, se desembolsa su equivalente en pesos colombianos. Un ejemplo de este tipo de operación es el crédito que la AFD tiene con FINDETER, una financiera de desarrollo nacional, de economía mixta, transacción que no requirió de garantía soberana (Direcciones de Comunicaciones de la Financiera del Desarrollo, 2012).

En el momento de presentar algún incumplimiento de indicadores y compromisos contractuales la agencia acudiría directamente a la entidad, ya que no tiene ninguna relación con el país y el gobierno, imponiendo penalidades y aumentando los costos de compromiso de cumplimiento en los que se pueda ver involucrada la parte deudora (Direcciones de Comunicaciones de la Financiera del Desarrollo, 2012). Al tipo de crédito y la entidad con que se realiza también aplicaría el riesgo internacional que está ligado al Riesgo País según definición de Linde (como se citó en Martín y Téllez, 2014) al señalar que “(...) aparece para los bancos en su actividad prestamista internacional causado por hechos bajo el control de los gobiernos o ligados directamente a su política económica o a su situación política” (p. 504).

2. Fenómenos que afectan el Riesgo País

Para determinar cuáles serían las causas que podrían generar acciones donde se presente un incumplimiento o un aumento a la exposición del mismo se deben considerar las razones externas a las entidades o empresas. La incertidumbre aumenta al no tener control sobre esas razones por ser ajenas a sus directrices y manejo. Esto implica establecer mecanismos cualitativos y cuantitativos preventivos, según sea el caso, para las decisiones o políticas económicas que establece el gobierno de cada país, entre otros.

Por lo general, los análisis que se realizan previamente a un préstamo se basan en métodos cuantitativos y cualitativos, para determinar cuáles son los riesgos a los que se ven expuestos en una operación y la proporción de los mismos. Con el fin de tener una mejor claridad de la categorización del Riesgo País, a continuación se indican los principales aspectos y sus connotaciones a tener presentes en un análisis adecuado:

2.1 Riesgo de transferencia de capitales

Es la posibilidad de que un deudor no pueda darle el oportuno cumplimiento a sus compromisos financieros, a pesar de tener recursos disponibles, por cuenta de políticas económicas del gobierno que establezcan restricciones oficiales que no lo permitan (Superintendencia de Bancos y Seguros de la República de Ecuador, 2006). Un ejemplo de ello son las medidas restrictivas de pagos al exterior.

2.2 Riesgo macroeconómico

Es la generación de incumplimiento por parte del empresario en virtud de una crisis dentro de la generalidad del ámbito económico en el que se desarrolla su

actividad. No se considera si la empresa cuenta con solvencia o liquidez, sino la afectación financiera generada por el marco de referencia político y económico al que pertenece (Superintendencia de Bancos y Seguros de la República de Ecuador, 2006).

No obstante, esta mucho más relacionado con la crisis económica general de un país y los trastornos que genera a la actividad de la empresa. Dicha crisis se refleja en aspectos macroeconómicos como el empleo, inestabilidad monetaria, política fiscal (aumento en el gasto público), inflación, política comercial y competitividad, entre otros.

2.3 Riesgo de convertibilidad de divisas o riesgo de cambio

La convertibilidad de divisas es lo que se comprende como el cambio de una moneda nacional a una internacionalmente aceptada, realizado en jurisdicción del país que recibe la inversión. Este mecanismo se utiliza para transferir capitales al exterior, de modo que sea posible para un país pagar sus obligaciones en el exterior (Dans, 2012). Un parámetro de seguimiento para dicho riesgo es la calificación especial de moneda local y moneda extranjera, previsto en el listado de revisión especial de la firma calificadora Standard and Poor's, mediante el cual se determina si se tiene una capacidad de diferencia entre las monedas para el preciso cumplimiento de sus obligaciones financieras en el extranjero. Dicho parámetro de seguimiento no garantiza medidas exactas, son percepciones de la firma calificadora a partir de eventos y tendencias operativas relacionadas con capitales (Standard and Poor's Rating Services, 2014).

2.4 Riesgo de confiscación, expropiación y nacionalización (CEN)

Se configura en el momento en el que el país nacional limita o elimina los derechos de propiedad de los activos de una empresa inversora ocasionando merma en sus ingresos y afectación de sus operaciones y de la inversión directa. Confiscación, expropiación y nacionalización son modalidades de diferente grado legal que se diferencian en la existencia o inexistencia de derechos para realizar la acción y en la posibilidad o imposibilidad de que se otorgue una indemnización al inversor afectado (Dans, 2012).

2.5 Riesgo de Guerra, desestabilización sociopolítica y terrorismo

Aunque las naciones no hacen declaraciones explícitas de guerra existen diversos conflictos con variados grados de tensión entre países que devienen en acciones hostiles graves que no impiden algunos modos de relación pacífica entre ellos. Otra situación es la relacionada con conflictos internos de carácter sociopolítico o con la presencia de terrorismo en un determinado contexto. Todos ellos son factores en los que es previsible un grado importante de desestabilización económica, política y social que puede derivar en riesgo de guerra y tales factores deben ser posibilidades a considerar en un ejercicio de análisis de riesgo (Dans, 2012).

2.6 Riesgo de incumplimiento de compromisos y de cambios en la regulación o

Riesgo de ejercicio de la soberanía

Este riesgo se refiere al incumplimiento de compromisos por parte de un gobierno frente al inversor. Todas las decisiones que un gobierno tome sobre el manejo de un contrato de inversión son de carácter soberano, en virtud de su ejercicio como autoridad

suprema del poder político. En el ámbito del derecho internacional, el poder soberano es reconocido como la instancia mayor sobre la que no hay otro poder y, por lo tanto, ningún recurso es procedente contra sus acciones. Sobre esta base debe considerarse el tipo de régimen soberano cuyo riesgo se pretenda definir. Este riesgo se configura cuando se presenta la posibilidad de que un gobierno nacional no cumpla con sus obligaciones financieras o de deuda, ya sea por un déficit fiscal, por no poseer los recursos o por falta de voluntad (Dans, 2012).

3. Implicaciones del Riesgo País en relación con los créditos, inversiones y percepción del desarrollo de un país.

En los procesos de desarrollo de los países emergentes se encuentran inversiones, que pueden verse materializadas por medio de inversiones directas y créditos, entre otras opciones, provenientes de capitales privados, agencias de desarrollo y bancas internacionales y multilaterales.

Las bancas multilaterales e internacionales se caracterizan por incentivar el desarrollo sostenible ya sea de manera regional o mediante la promoción de sus países. Por medio de agencias buscan apoyar con sus productos y servicios a los países en desarrollo, en especial países emergentes, como lo son en su mayoría las naciones Latinoamericanas, por ejemplo.

Entre los diferentes oferentes de este tipo de banca está el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) que menciona como principal objetivo “alcanzar el desarrollo de una manera sostenible y respetuosa con el clima” (Banco Interamericano de Desarrollo, s.f). Su presencia en el continente por más de 50 años ha evolucionado hasta llegar a ser el referente más importante en la financiación de proyectos de desarrollo en América

Latina y el Caribe mediante instrumentos financieros¹, dentro de los cuales se encuentran los préstamos² y la asistencia técnica. El BID declara estar comprometido con sus beneficiarios dentro de un marco de transparencia atractiva, estudios continuos y disponibilidad de información para todos los sectores interesados (Banco Interamericano de Desarrollo, s.f).

Un claro ejemplo de ello fue lo publicado por la Revista Dinero, donde se indicó que las instituciones financieras y bancos extranjeros otorgaron al sector público colombiano créditos que representan un 4,2% del total de la deuda en el exterior (Crece deuda del Gobierno en el exterior, 2014). En comparación, el sector privado aumentó su endeudamiento externo en enero de 2014 con respecto al mismo periodo en 2013, en medio de condiciones favorables de los préstamos y la necesidad de recursos para el mejoramiento en sus niveles de competitividad. Esta tendencia tiene como contexto el proceso de modernización y desarrollo del sector privado que emerge como factor clave de crecimiento gracias al proceso de globalización en el que se encuentra la economía. (Sector privado aumentó deuda en el exterior, 2014).

Por lo anterior, es de suma importancia abordar este tema como base de análisis para plantear un mecanismo preventivo frente al comportamiento del Riesgo País en Colombia. Actualmente, la perspectiva y credibilidad del país se enmarcan en su clasificación de país emergente, con su economía en crecimiento pero enfrentando al mismo tiempo temas que pueden generar que ese riesgo se manifieste y pueda causar la terminación de contratos de crédito y afectar negativamente las relaciones contractuales soportadas en ellos.

¹Los Instrumentos financieros del BID son: Tasas de Interés, Préstamos, Donaciones, Garantías, Inversiones, Cooperación técnica, Soluciones Financieras, Fondos de Administración.

² Los Préstamos sin garantía soberana ofertados por el BID como productos financieros para el sector privado se encuentran clasificados de acuerdo al tamaño de la empresa y finalidad de los recursos para apalancar el desarrollo empresarial.

La importancia del papel que desempeña la banca multilateral en las inversiones que apalancan el desarrollo del país a través de productos y servicios concebidos para su aplicación en el sector público y privado sin importar el tamaño de la empresa. La banca multilateral se interesa en diversos tipos de proyectos relacionados con sectores vinculados al desarrollo económico y social del país en el que habrán de ser aplicados, por lo que también toma en cuenta las implicaciones sociales, laborales, ambientales y el cumplimiento de las leyes nacionales. Un ejemplo de ese esquema es el préstamo de USD\$30.000.000 otorgado a Bancamía por parte de la Corporación Financiera Internacional (IFC, por sus siglas en inglés), destinado a la conversión de la compañía de ONG a banco para microempresas (Banca de Inversión Bancolombia, 2012).

A su vez, es de resaltar que para la Banca Multilateral el Riesgo País es uno de los factores puntuales dentro de la lista de revisión ante un Due Diligence o investigación de estado y perspectivas de una empresa, previa al cierre de un negocio de crédito (Rubiano, 2013) además contemplar la percepción de riesgo en otros aspectos como los que el BID enumera de modo específico en su Estrategia de país para Colombia, donde proyecta sus lineamientos estratégicos (Banco Interamericano de Desarrollo, 2012).

El documento del BID señala entre los riesgos de implementación de la estrategia que “la evolución de gastos derivados de mandatos constitucionales (...) puedan afectar las cuentas fiscales” (Banco Interamericano de Desarrollo, 2012, p.27). Para mitigarlo, el gobierno considera la aplicación de una reforma tributaria que genere recursos con los que se paguen esas obligaciones. Otro riesgo identificado se relaciona con la capacidad institucional de algunas entidades del sector público, problema que se enfrentaría mediante un plan de fortalecimiento de los sistemas nacionales fiduciarios a través de cooperaciones técnicas (Banco Interamericano de Desarrollo, 2012).

Las implicaciones que conlleva una percepción de estabilidad, a nivel nacional e internacional, para un país en desarrollo son básicas al momento de determinar medidas estratégicas de inversiones y préstamos, así como sus costos y beneficios.

4. Métodos de Cálculo del Riesgo País.

La calificación del Riesgo País es un indicador resultante del análisis que una firma calificadora internacional realiza del comportamiento económico de un país determinado. Dentro de dichas firmas calificadoras se destacan a nivel mundial JP Morgan, Standard and Poors, Moody's y Fitch Ratings, entre otras. El proceso debe tener presentes los factores de diverso orden en medio de los cuales se desarrolló y las políticas económicas en las que se encuentre contextualizado (Montilla, 2007). Esta clasificación también puede ser realizada bajo los parámetros establecidos por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, OECD por sus siglas en inglés, pero para este documento no serán utilizados indicadores cualitativos (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, s.f.).

Normalmente para efectuar aquellos seguimientos realizados por diferentes empresas, entidades o profesionales, es necesario determinar cuál es el comportamiento del Riesgo País, con base en medición cuantitativa, la cual es determinada mediante cálculos según los parámetros establecidos por cada empresa calificadora. Se emplean variables que no son fácilmente identificadas. A partir de ellas se determinan sustentaciones empíricas teóricas y posiciones encontradas, según las perspectivas del tema y a partir de diferentes puntos de vista, generando fortalezas o debilidades, para la identificación de una prima de riesgo ante la exposición que se pueda presentar durante una inversión en un país (Riesgo País, 2010).

Así mismo, el análisis de los riesgos financieros, en especial del Riesgo País, por parte de las Instituciones financieras internacionales bajo los cuales pueden verse afectados sus actividades e inversiones, plantean metodologías para algunos países que pueden contar con la elaboración de dicha calificación la cual es tomada como patrón, según sea el banco, A mayor Riesgo País, mayor será la prima que se debe pagar por ello en una transacción o negociación en el país en vía de desarrollo donde se realizaría alguna actividad (Riesgo País, 2010).

4.1 Método de Cálculo1: Índice Bonos de los Mercados Emergentes.

El Índice Bonos de los Mercados Emergentes (EMBI por sus siglas en ingles) es el método de cálculo creado por JP Morgan Chase &Co, como uno de los principales indicadores de los movimientos de los mercados emergentes (Montilla, 2007). Con este instrumento se busca realizar un monitoreo periódico para realizar seguimiento en una determinada bolsa de instrumentos emitidos dentro de una economía, ya sean por los diferentes sectores que participan en la misma y el gobierno. Mediante esta metodología se puede comprender el comportamiento de la economía de un país que se encuentra en vía de desarrollo (Julio, Lozano y Melo, 2012). A su vez, los hallazgos se comparan con los bonos del Tesoro de estados Unidos (Sociedad Nacional de Minería, Petróleo y Energía de Perú, 2011).

De una manera más concisa, su método se basa el seguimiento de la diferencia llamada *spread* o *swap* presentada por la tasa de interés de un bono del país que se quiere analizar y la tasa de interés de los bonos del tesoro de Estados Unidos, siendo este último el parámetro para determinar dentro de la clasificación el porcentaje de riesgo al que se puede ver involucrada una inversión en un país en especial, diferente a

Estados Unidos (Julio, Lozano y Melo, 2012). Se toma como parámetro Estados Unidos porque su riesgo de no pago en alguna obligación financiera tiende a cero, por lo cual es un estándar para una adecuada medición (Mongrut, 2014).

El cálculo se sintetiza en una ecuación sugerida por Lapitz et al. (como se citaron en Casallas, 2011) y se explica con más detalle, así:

$$\text{EMBI} = \text{Tasa Interna de Retorno (TIR) bono soberano del país analizado} - \text{Tasa Interna de Retorno (TIR) Bonos del Tesoro Americano (Treasury Bonds)} \times 100.$$

El EMBI+, otro índice relacionado con mercados emergentes, cubre los mercados de deuda en moneda extranjera, mientras que el EMBI original solo cubre *Brady bonds*³, y tiene criterios más restringidos en cuanto a su liquidez, haciendo más rígido su espectro en el análisis de inversiones en comparación con las posibilidades del EMBI+. (Vandersteel y Bartholomew, 1995).

En el momento en el que se llegue a presentar un desmejoramiento de las variables que son analizadas mediante el índice EMBI⁴, medido bajo los puntos básicos⁵, la firma calificadora puede reevaluar el caso y determinar si es necesario cambiar la calificación, pues puede representar un riesgo de no pago que debe ser alertado e informado en el ámbito nacional e internacional.

Este índice permite establecer la sobretasa o rendimiento adecuado que deberá pagar el país beneficiario de crédito, cifra que se determina mediante la diferencia entre la rentabilidad de la canasta de bonos del país emergente, en este caso Colombia, y el rendimiento de los Bonos del Tesoro de Estados Unidos, dando como resultado una prima de riesgo por demanda por los inversores, que concuerda con el riesgo que

³ BradyBonds son bonos que han sido reestructurados a partir de créditos suscritos con los bancos comerciales y que han presentado problemas de cumplimiento. (Vandersteel y Bartholomew, 1995).

⁴ Índice de los Mercados Emergentes o Emerging Markets Bonds Index, el cual es realizado por la firma calificadora JP Morgan, con una periodicidad diaria. (Alonso, Solano, Tenório, y Torres, 2012).

⁵ El resultado del Índice EMBI se da mediante los puntos básicos (pbs), lo cual hace relación que por 1% sea equivalente a 100 pbs. (Sociedad Nacional de Minería, Petróleo y Energía de Perú, 2011).

asumen. Cuando los fondos en divisas son procedentes de un contrato de suministro entre el deudor y un tercero, un ejemplo en caso de préstamos para empresas del sector petrolero. Pero se podría dinamizar este mecanismo con las instituciones financieras. (Díaz, Gallego, y Pallicera, 2008).

El cálculo de los distintos indicadores de riesgo tiene como ventaja la presentación de parámetros para estudiar situaciones y comportamientos históricos generales de la economía de los países, permitiendo cuantificar un grado de percepción de la capacidad y voluntad de pago que ofrecen (Belaunde, 2014). No obstante, ofrece una visión algo limitada pues refleja la situación de un pequeño grupo de países que, en 1995, incluían a Argentina, Brasil, Bulgaria, Ecuador, México, Panamá, Perú, Venezuela, Polonia y Rusia (Vandersteel y Bartholomew, 1995).

Actualmente, en los países Latinoamericanos se evidencia una marcada diferencia de corrientes y orientaciones políticas que, junto a su calidad de países en desarrollo, han visto afectadas sus respectivas economías de un modo en el que no resulta benéfico este indicador como es el caso de Venezuela y Argentina por las crisis socioeconómicas que actualmente presentan. Al mismo tiempo, no se refleja el impacto positivo de las economías de países, también emergentes, como Colombia, que van marcando la pauta en el desarrollo de naciones en Latinoamérica como ejemplo de evolución económica, política, y de desarrollo social (Santiago, 2012). Aunque cada país tiene sus indicadores particulares, las variaciones que cada uno registra inciden en los demás indicadores, lo que se refleja en una correlación entre el EMBI Colombia, el EMBI+ y el EMBI Global (Casallas, 2011).

Así mismo, no es confiable tomar el spread del mercado como parámetro único para el indicador EMBI, pues existen otros factores en relación con el riesgo país y el

riesgo soberano que no se ven afectados por sus variaciones. Pueden darse reacciones anticipadas frente a los distintos movimientos de los indicadores del mercado interno y de los diferentes aspectos financieros y macroeconómicos del país. También puede suscitarse una elevada demanda de sus bonos que puede influir llevar al spread a una mejor clasificación, como la de países con economías estables, pero que realmente no refleje la realidad de la economía (Belaunde,2014).

4.2 Método de Cálculo 2: J.P. Morgan Emerging Markets Bond Index Plus (EMBI+)

El Índice Creciente de Bonos de los Mercados Emergentes Plus (EMBI + por sus siglas en ingles) es el método de cálculo creado por JP Morgan Chase & Co, como uno de los principales indicadores de los mercados emergentes que se reequilibra el último día hábil de cada mes. Mediante él se rastrean las devoluciones para los instrumentos de deuda externa que se negocian en mercados emergentes y, a su vez, en los mercados emergentes de mayor liquidez en dólares, incluyendo EMBI + en dólares estadounidenses, conocidos como Bonos Brandy, Eurobonos y préstamos negociados emitidos por entidades soberanas. Este índice tiene como requisito estricto tener liquidez para ser incluidos en el cálculo (J.P. Morgan Chase & Co., 2015).

De igual forma, este índice se caracteriza a su vez, porque “(...) los bonos deben tener un número definido de cotizaciones y cumplir con un spread bid/ask específico”. (Ministerio de Hacienda y Crédito Público de Colombia e Investor Relations Colombia, 2008). Esta metodología comprende un análisis de mercado definido que permite la elaboración de un estudio para los inversionistas y se identifican el comportamiento de los mercados emergentes en relación con su deuda externa, un listado de mecanismos e

instrumentos de negociación y la información de los mismos, según lo establecido por JP Morgan para los 14 países emergentes que forman parte del indicador (Vandersteel, T. y Bartholomew, 1995).

El Emerging Markets Bond Index Plus se determina inicialmente mediante la clasificación de los países emergentes, que se incluirán dentro del indicador, los cuales son determinados por su habilidad para el prepago de las deudas externas de sus compromisos financieros, bajo parámetros determinados de límites de endeudamiento BBB+/Baal. De igual forma, se indica que la elegibilidad de las empresas se fundamenta en respaldo buen comportamiento y se limita al tope del nivel de deuda soberana, negociando los créditos en relación con los intereses de retornos e ingresos de los mismos indicadores (Vandersteel, T. y Bartholomew, 1995).

El cálculo del EMBI+ es basado en los 4 mercados de bonos, Brady bonds, Eurobonds, Mercado local del U.S. dólar y los créditos domésticos, basándose en inicialmente en los retornos diarios de la computación de cada instrumento (J.P. Morgan Chase & Co. 2015). El cálculo se explica de la siguiente manera:

$$\text{EMBI+} = \text{Tasa Interna de Retorno (TIR) bono soberano del país analizado} - \text{Tasa Interna de Retorno (TIR) Bonos del Tesoro Americano (Treasury Bonds)} \times 100$$

(Gorfinkiel y Lapitz, 2003).

Para tener un claro panorama, se realizan análisis comparativos de los comportamientos y perspectivas económicas de cada uno de los países Latinoamericanos seleccionados que conforman parte de la medición del EMBI+. A modo de ejercicio periódico, se analizan los escenarios indicando los comportamientos de los países en previsión de que deban realizar replanteamiento de los casos, según lo

registrado ante las bolsas de valores y señalar las tendencias del indicador. (ASIGNA, 2009).

Por medio de este indicador se presenta como un apoyo en la determinación de decisiones en inversiones, teniendo presente para la tasa de rendimiento, basándose en la prima de riesgo, siendo ello lo que espera recibir el inversionista, sumado a la tasa libre de riesgo, haciendo referencia al rendimiento disponible sin incumplimientos. (Vásquez, 2008).

A pesar de ser un indicador direccionado a los países emergentes, la selección de los indicadores o parámetros de los países con los que se buscan resultados de información orientadora para la toma de decisiones, resulta limitada, pues solo agrupa a 14 países entre los que no se incluyen todos los países latinoamericanos reconocidos como emergentes. Esta situación puede afectar potencialmente el comportamiento del indicador.

Por tratarse de un elemento de soporte de información, este indicador debe considerar y aclarar que los países evaluados pueden tener condiciones socioeconómicas y políticas diferentes que implicarían comportamientos ante una situación de crisis y significar variados niveles de Riesgo País. (Huang, 2007). Otra debilidad en este indicador se relaciona con los tiempos de publicación es la variación de información que se puede presentar entre el momento en el cual es realizado el índice y la fecha de su publicación. (Huang, 2007).

4.3 Método de Cálculo 3: EMBI Global

Es el indicador más general, bajo el cual se tiene una especificación más clara de los países emergentes que no están incluidos en el EMBI y el EMBI+, según lo que

indica el comportamiento del Riesgo País de una nación en específico. Este indicador está compuesto por 109 variables financieras, bajo las cuales se busca que esos 19 países emergentes (Argentina, Brasil, Bulgaria, Chile, China, Colombia, Costa de Marfil, Croacia, República Dominicana, Ecuador, Egipto, El Salvador, Hungría, Líbano, Malasia, México, Marruecos, Nigeria, Pakistán, Panamá, Perú, Filipinas, Polonia, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Túnez, Turquía, Ucrania, Uruguay y Venezuela.) sean analizados, con solo el uso de los Bonos Brady, mediante instrumentos menos líquidos y no tan restrictivos, como los anteriores, para abarcar más países (Montilla. 2007).

El Ministerio de Hacienda de Colombia, en su página web de información de deuda pública, explica el alcance del EMBI Global, que relaciona los países calificados con base en los ingresos Bajo/Medio por un periodo de dos años, según criterio del Banco Mundial, entidad multilateral que incentiva el desarrollo. También ilustra sobre las diferencias básicas de este instrumento frente al EMBI+ (Ministerio de Hacienda y Crédito Público de Colombia e Investor Relations Colombia, 2008).

Una de las fortalezas identificadas de este indicador es su alcance, que sirve como parámetro para la definición de una tasas de cambio en equilibrio por su probable relevancia en el cálculo de la divisa del país en términos en los que se pueden tener presentes inversiones a realizar en un país específico, realizando el análisis desde el punto de vista del EMBI Global, en puntos básicos. (Banco de Bogotá, 2012).

De igual manera, el indicador EMBI Global tiene presente la información específica de cada uno de los países para realizar el respectivo control diario y de resultados. Es un parámetro de toma de decisiones para tener una perspectiva más clara sobre una posición que se tiene ante el país en general, en un lugar que se mida el desarrollo y evolución de la economía. (Huang, 2007).

Un aspecto positivo es que sirve como parámetro detallado de seguimiento por los periodos pro-cíclicos del mercado, lo cual genera margen de maniobra en situaciones en las que se requiera, mediante el manejo de las provisiones adecuadas y de forma detallada para un país emergente (Belaunde, 2014).

No obstante, este indicador presenta limitaciones para la toma de decisiones al ser, de una manera, muy detallado en relación con el país en específico. Puede no considerar aspectos irrelevantes que, de cierta manera, impactan en el comportamiento del indicador y generar una orientación bajo un determinado sistema sociopolítico y económico creando equivocaciones en la percepción de los países y la posición que tomen inversionistas al respecto y generado pérdidas, en el peor de los escenarios (Belaunde, 2014).

Y de igual forma, el EMBI Global se ve afectado al considerarse un indicador de solvencia y de la calidad de las mismas políticas socio económicas que se imparten en el país, desde el punto de vista de los acreedores de deuda externa. Existe también la idea de que al tomar como base percepciones sobre el desarrollo de las economías del lugar el resultado del indicador es subjetivo (Montilla, 2007).

4.4 Método de Cálculo 4: EUROMONEY Riesgo País.

El método utilizado para la medición del EUROMONEY Riesgo País (ECR, por sus siglas en ingles) se basa en el estudio realizado por la agencia calificadora EUROMONEY mediante una herramienta en línea disponible en su sitio web (<http://www.euromoneycountryrisk.com>) que ayuda a proporcionar la información necesaria para analizar el Riesgo País de 186 países y sus entornos socioeconómico y político.

La herramienta ofrece una metodología de calificación ordenada de los países, empleando parámetros ponderados con una mezcla de variables cuantitativas y cualitativas que incluyen datos económicos (25%), riesgo político (25%), indicadores de endeudamiento (10%), acceso al financiamiento por medio de bancos (5%), acceso a financiamiento a corto plazo (5%), acceso al mercado financiero internacional, por medio de bonos y créditos (10%), riesgo crediticio (10%), incumplimiento o restructuración de créditos (10%). (Huang, 2007).

A pesar de presentar cierto grado de dificultad, este indicador se destaca por proporcionar una visión completa del entorno socioeconómico y político de cada uno de los 186 países que son analizados y por el seguimiento de hasta 10 variables adaptadas a cada tipo de país que sirven como parámetro e insumo de información para la toma de decisiones en temas de inversión. El recurso posee referentes históricos de los resultados generados para cada uno de los 186 países que son analizados por un equipo de expertos calificados en el tema.

La percepción en los medios indica que con este método se pueden hacer comparaciones entre países emergentes en un periodo determinado, teniendo en cuenta su comportamiento histórico y análisis para estrategias de mediano y largo plazo (Belaunde, 2014).

No obstante, otro aspecto que impide ver un beneficio claro de este tipo de herramientas es el hecho de que no tiene una participación tan amplia en el mercado como lo pueden tener otros indicadores por lo limitado del acceso a este tipo de servicios. Solo se puede hacer uso de estos recursos previa inscripción y pago del servicio.

4.5 Método de Cálculo 5: Permuta de incumplimiento crediticio

Este tipo de permuta, conocido como *Credit Default Swaps*, (CDS, por sus siglas en inglés), tiene condiciones similares a un seguro, pero no es un seguro como tal. El CDS es un mecanismo por medio del cual se negocia compra y venta de un cubrimiento, en diferentes plazos en caso de incumplimiento (default) sobre el monto de la transacción. Todo este proceso se formaliza a través de los ISDA, que son los instrumentos de acuerdos de la Asociación de SWAPS y Derivados. Los *Credit Default Swaps* se caracterizan por cotizar en puntos básicos y ser instrumentos negociados Over the Counter (OTC)⁶ del mercado de valores y se destacan porque el activo crediticio subyacente puede tratarse de deuda pública o privada (Corzo y Lazcano, 2011).

Para su debido cálculo, se deben considerar dos escenarios, el primero en caso que se pague la prima por default y el segundo caso, en el que no se requiera pagar la prima porque no se presentó default. Lo anterior debe ser claro para determinar cuál es la posición a seguir, según la situación.

Tabla 1

Fórmulas CDS, según sea el caso.

<p>Caso 1 → $CDS1 = - (1-p) Sdf + (1-R)pdf$ Caso 2 → $CDS2 = - (1-p) Sdf + (1-R-S)pdf$</p>
<p><u>Explicación de la fórmula</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Probabilidad de default hasta el vencimiento del CDS (p) • Valor de la Prima (S) • Estimación de la tasa de recuperación en referencia (R). • Factor de descuento sin riesgo de vencimiento del CDS (df).

Adaptado de Corzo y Lazcano (2011).

⁶Operaciones OverTheCounter (OTC).

Este tipo de permuta presenta inconvenientes en momentos de determinar bajo cual ente de regulación son supervisadas las actividades, pues al ser OTC estas no son vigiladas y no se tienen parámetros para ellas.

Una vez se determina cuál de los dos casos será el que se tome, se calcula el CDS, el cual será medido en puntos básicos, definidos bajo las variables de probabilidad de incumplimiento hasta el vencimiento del CDS, el valor de la prima que será determinado por la calificación de riesgo del país, la estimación de la tasa de recuperación en referencia y el factor de descuento sin riesgo de vencimiento del CDS. Se debe determinar al plazo bajo al cual se tomará esta permuta. Por cada 10 millones de dólares debe pagarse como prima su equivalente en los puntos básicos. Se divide la cantidad en 100, lo que indica el porcentaje equivalente a cubrir para esa cifra. Lo anterior se conoce como prima o spread de CDS. (Heijmans, Hays y Haroon, 2008).

El resultado de la oferta de este tipo especial de permuta es de suma importancia, pues sirve como base del indicador del comportamiento de la percepción de la solvencia en el mercado de un determinado país. Mientras mayor sea el resultado de los CDS, mayor será la percepción de incumplimiento del Riesgo País. (Humala, 2011).

Un ejemplo de lo indicado y que se plasma el beneficio del CDS como indicador del Riesgo País, es expresado por la prensa económica de países en vía de desarrollo como Portafolio, de Colombia, señalando que este mecanismo es similar al EMBI+, el cual es sensible ante el comportamiento de commodities que impulsan y son fundamentales para la pauta del crecimiento en países en desarrollo, en este caso emergentes (Disminuye el riesgo país, 2015).

Lo anterior se confirma, al ser considerado el CDS como un indicador de mercado para valorar el Riesgo País por parte de entidades financieras, sus productos y negocios,

teniendo presente el comportamiento de la economía donde se desenvuelve y basándose en experiencias y practicas presentadas durante la historia en cuanto a crisis económicas nacionales e internacionales, de la mano con la globalización. (Morales-Arce et al, 2010).

Aunque se debe tener claro que para establecer los CDS como parámetro de incumplimiento no deben ser del mismo país al que este revisando el indicador de Riesgo País, por las inconsistencias que surgen al mezclar los temas a tratar; ya que se debe tener en cuenta la influencia que se tiene en un país determinado ante una crisis financiera internacional y su relación con los gobiernos. Contando con esta metodología como indicador los spreads pueden verse afectados por temas como la liquidez y la volatilidad (Mora y León, 2011).

4.6 Método de Cálculo 6: Volatilidad del Mercado Local

En el mercado de capitales local se puede identificar cuál es el comportamiento de la inversión extranjera en el portafolio, siendo esto la base para determinar el apetito y demanda de los inversionistas en el mercado indicado. Es también un mecanismo de seguimiento para determinar cómo es la percepción del Riesgo País en un lugar determinado, a partir del comportamiento del indicador del país que indique el comportamiento de cierto número de acciones de empresas con mayor liquidez en este mismo entorno.

Al tomar la volatilidad del mercado de capitales como mecanismo de predicción en un spread de riesgo, que realmente no está relacionado de una manera lineal, ya que si se presenta una valorización y desvalorización de la bolsa de valores, puede repercutir en el valor de la moneda local ante otra moneda fuerte (Damodaran, 2013) como sucede

con el peso Colombiano y el dólar; lo cual puede estar más relacionado con el comportamiento del portafolio en el mercado de valores locales de aquellos países emergentes y su misma liquidez.

Dentro de los mecanismos de indicador de Riesgo País se destaca lo expuesto por Damodaran, quien considera que el mercado tiene diferentes metodologías de medición, que hacen énfasis en la evaluación y seguimiento del riesgo, pues, en teoría, el portafolio se basa en la proyección de los retornos y la desviación estándar de los mismos. Hay diferentes analistas de mercados locales de aquellos países emergentes, que consideran que la volatilidad de sus mercados es de suma importancia para la medición del riesgo. Al mismo tiempo, el autor, indica que esta metodología no es muy segura en sí misma porque cuando se tiene una baja volatilidad e iliquidez en el mercado local, suele subestimarse el riesgo de los mercados emergentes e ilíquidos y se exagera el riesgo en otros, lo que puede originarse en la misma especulación del mercado. (Damodaran, 2013).

La percepción que se tiene para tomar esto como mecanismo de indicador del Riesgo País, es que el mercado nacional presenta inconvenientes para tomarlo como indicador, pues los temas de liquidez y volatilidad son factores que van de la mano con los aspectos fundamentales de la economía del país sin que, necesariamente, reflejen una probabilidad de incumplimiento. (Mora y León. 2011).

5. Calculo del Riesgo País en Colombia

Desde 2013 en Colombia se ha venido presentando un comportamiento equilibrado de crecimiento económico y constante desarrollo, llegando a ser destacado como uno de los principales países más competitivos de la región. En consecuencia, se

perfila como un ejemplo de nicho estratégico de inversiones internacionales y percepciones de niveles de riesgo adecuados para incentivar la inversión extranjera directa. Este hecho ha significado marcados incrementos en préstamos con la banca internacional e instituciones multilaterales, gracias a sus buenos resultados en el comportamiento de sus compromisos financieros (Ruiz, 2014).

Al respecto, Ruiz (2014) resalta la reacción de Alejandro Reyes, director de investigaciones económicas de Ultrabursátiles, quien indico que:

Lo que ha venido ocurriendo con Colombia es que se ha evidenciado un importante apetito extranjero por la deuda colombiana. Así mismo, la inversión de los extranjeros es favorable, el costo de endeudamiento es menor en el extranjero por percepción de riesgo, por lo que se vuelve más atractivo y menos riesgoso.
(párrafo 7)

Actualmente, en algunas economías de los países emergentes se ha venido presentando excesos de liquidez y flujos de capital como resultado de la crisis internacional y de las medidas políticas tomadas por Estados Unidos y en las decisiones tomadas por la FED. Este efecto se evidencia en la economía interna colombiana de los últimos dos años, llegando a presentarse excesos de liquidez en 2015 y la desaceleración de la economía del país desde 2009, lo que ha obligado a crear mecanismos de contracción de políticas económicas mediante el incremento de las tasas establecidas por el Banco de la República de Colombia, como se puede evidenciar en los informes diarios del Ministerio de Hacienda y Crédito Pública de Colombia (Villar y Forero, 2014)

Si bien, se tiene claro el comportamiento histórico de la economía Colombiana y como esta ha presentado desarrollo, pero, como los efectos por la crisis internacional se

presentan a largo plazo, se debe entender que para 2015 aquella percepción es estimada y reflejada por medio de los resultados de los indicadores del Riesgo País, y se verá reflejada en el sector empresarial del país. Internamente, la percepción ha sido muy importante (Disminuye el riesgo país, 2015; Hay deterioro en la percepción de riesgo, 2014).

Así mismo, a nivel interno, se debe tener claridad de que la normatividad Colombiana se rige bajo los parámetros establecidos por la Superintendencia Financiera. Exige calificaciones que sean públicas, objetivas y de juicio, según el Decreto 1076 de 2007 (sobre calificación de riesgos), que también se acoge a estándares internacionales (Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia, 2009).

5.1. EMBI Global Colombia

La percepción de la economía por parte del Banco de Bogotá fija una posición clara al señalar que uno de los indicadores más destacados para la medición del Riesgo País en países emergentes, como Colombia, es el EMBI Global, que ha venido indicando el comportamiento del país en los últimos años, de manera periódica y detallada. Dicho seguimiento evidencia el comportamiento de la calificación que se da y que refleja el entorno económico que vive el país en cada momento. (Banco de Bogotá, 2012).

En 2014, el indicador EMBI Global Colombia pasó de 174 a 147 puntos básicos, con una variación de 11,45%, en el cálculo generado por el seguimiento realizado por la firma calificadora JP Morgan. Aquella dinámica que marcaba la pauta en los diferentes sectores económicos del país se ha visto favorecida al disminuir los niveles de inversión

y desarrollo, incentivando la inversión extranjera y fomentando la economía colombiana. (Ruiz, 2014).

Dichas variaciones se evidencian en el movimiento histórico del EMBI, donde durante el mismo periodo reportado se presenta el punto más representativo, registrando 253 puntos básicos a finales de 2014 (ver Figura1).



Figura 1. Comportamiento Anual EMBI Global Colombia. Tomado de Ámbito.com (2015)

A pesar de ello, al realizar un seguimiento se presenta una mejoría durante 2015, llegándose a contemplar puntajes de 204 puntos básicos (pbs), teniendo una variación positiva hasta de 50 pbs. No obstante, se debe resaltar que dentro de su histórico desde los últimos 10 años, ha tenido una tendencia a la baja (ver Figura 3).



Figura 2. Comportamiento Mensual EMBI Global Colombia. Tomado de Ámbito.com (2015)



Figura 3. Comportamiento Mensual EMBI Global Colombia. Tomado de Ámbito.com (2015)

5.2 Euromoney Country Risk Colombia

Los acontecimientos ya descritos repercuten en las percepciones del comportamiento de la economía de un país. Pueden determinar resultados como se constata con los indicadores de Riesgo País, que son confirmados por Euromoney Country Risk, con un índice de 58,22 en el mes de abril de 2015, posicionando a Colombia como el cuarto mejor país en Latinoamérica. A pesar de ese buen lugar, la nación ha venido presentado una disminución en el puntaje de cambio de los últimos tres años, de -1,49, presentando a su vez una probabilidad de incumplimiento de una obligación o compromiso anual del 0,15%. Dentro de otras variantes, como el aspecto de los conflictos armados con rebeldes y el proceso de paz, de la mano con la reelección del presidente Juan Manuel Santos, influyen mucho en la toma de decisiones y pone a Colombia en una posición en donde los niveles y percepciones de Riesgo País pueden variar volátilmente. (Weltman, s.f.).

5.3 CDS Colombia

Dentro de los diferentes indicadores que se manejan para el seguimiento de un país, se tiene en cuenta en Colombia que el Riesgo País puede ser guiado. Dentro de los indicadores investigados tenemos el EMBI Global, que aplica claramente para un país emergente y determina fácilmente cómo ha sido el registro del comportamiento y percepción de la nación observada y sirve como parámetro para los inversionistas.

Desde finales de 2014 se ha venido presentado un deterioro en la percepción de Colombia, hecho que se ha visto reflejado en el aumento en los indicadores y se ha generado por factores externos como la devaluación del peso colombiano (COP) y el impacto ante las variaciones a la baja del precio del barril de petróleo, lo cual hace que la economía del país se vea afectada notoriamente (Hay deterioro en la percepción de riesgo, 2014).

En Colombia se emplea el CDS como mecanismo indicador del Riesgo País y se ha observado la percepción de cesión de pagos. Al retomar lo reportado en los últimos 10 años, del CDS se presentaron incrementos significativos a finales de 2008 y comienzos de 2009 como efecto de la crisis financiera internacional presentada en Estados Unidos a raíz de su crisis hipotecaria y financiera. Por tratarse de una potencia mundial el efecto dominó generado por la problemática financiera de Estados Unidos repercutió con efectos negativos en la economía Colombiana. Luego se presentó un comportamiento estable durante un plazo prolongado dentro de los registros históricos, pasando a incrementos de la calificación del país desde 2010 en los indicadores de las firmas especializadas como Fitch Ratings, tal como se puede evidenciar en la Figura 4.

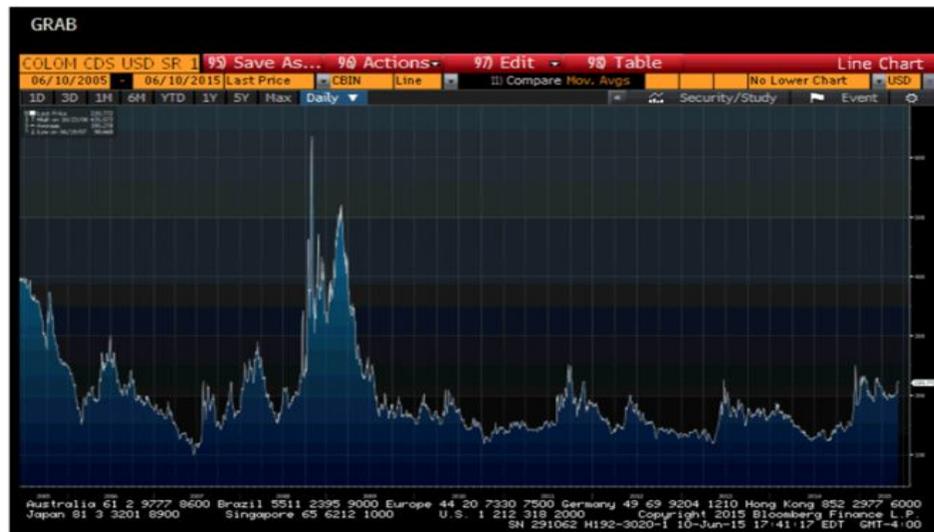


Figura 4. Comportamiento histórico de los CDS de Colombia en los últimos 10 años. Tomado de Bloomberg System⁷, 2015.

5.4 Volatilidad del Mercado Local Colombiano

Por otra parte, cuando se observa el comportamiento del Índice Colombiano del Mercado de Valores Nacional, COLCAP, presenta diferencias frente a los instrumentos ya mencionados, pues aspectos como la desvalorización de la moneda colombiana ante el dólar estadounidense generan fluctuaciones en el comportamiento de la economía del país, como fue evidente a comienzos de 2015. Cabe resaltar dentro de los beneficios que ofrece, la diversificación en las inversiones, manejo oportuno y profesional flexible y la misma liquidez del mercado, según la posición del inversionista.

La volatilidad del mercado de capitales local en Colombia es observable a través del comportamiento del índice COLCAP, parámetro colombiano conformado a partir de la variación presentada por las acciones de las 20 empresas con mayor liquidez según la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), que reemplazó al Índice General de la Bolsa de

⁷ Los gráficos de Bloomberg System son de acceso exclusivo para los abonados al servicio, que pagan por la información y la adquieren en función de su actividad especial empresarial.

valores de Colombia (IGBC) en 2013 en el mercado de valores del país. (Banco de la República de Colombia, 2015).

A partir de 2008, se ha venido presentando una valorización en las empresas que participan en Colombia porque la misma economía del país ha estado en un punto de crecimiento que se destaca frente a otras economías latinoamericanas por la misma solidez y madurez que presenta. Con ello se genera una percepción de confiabilidad para la inversión en este país, como se puede evidenciar en la Figura 5, teniendo una tendencia a la baja por causa de la depreciación del COP ante el USD y la desvalorización del precio del crudo en el mercado internacional, que presenta repercusiones en el comportamiento en el mercado local.



Figura 5. Comportamiento histórico del índice COLCAP en los últimos 10 años en el Mercado de Valores de Colombia. Tomado de Bloomberg System (2015).

5.5. Correlación de mecanismos de cálculo de Riesgo País en Colombia.

Retomando los mecanismos de cálculo del Riesgo País para Colombia se puede reconocer que son pautas a considerar dentro de los factores previos a una inversión y para la generación de acuerdo entre las partes. El seguimiento y el monitoreo de las políticas socio económicas a nivel nacional e internacional que se presenten y su conocimiento histórico favorecen la elección de las mejoras prácticas a seguir frente a las diferentes situaciones que se puedan presentar en relación con un país emergente, como Colombia.

Al correlacionar los mecanismos evaluados como son EMBI Global, CDS y la Volatilidad del Mercado Local con base en la información suministrada por Bloomberg, el EMBI Global (JPSSGC) presenta una tendencia de 1, con resultado de 0.821 (ver Figura 6) en relación con el CDS, lo cual se confirma en la Figura 7, donde las tendencias diarias detalladas son similares en un banda de rango que se ha presentado durante los últimos 4 años (2011 -2015). El resultado se explica gracias a la estabilidad económica del país, los objetivos en ese lapso, la liquidez que se presenta y los parámetros base para realizar los cálculos. En esta apreciación se exceptúa el ECR, por la dificultad en el acceso a la información que corresponde a este indicador. Estas variaciones han merecido registro y observación en artículos financieros.



Figura 6. Correlación de EMBI Global, COLCAP y CDS de Colombia. Tomado de Bloomberg System (2015).

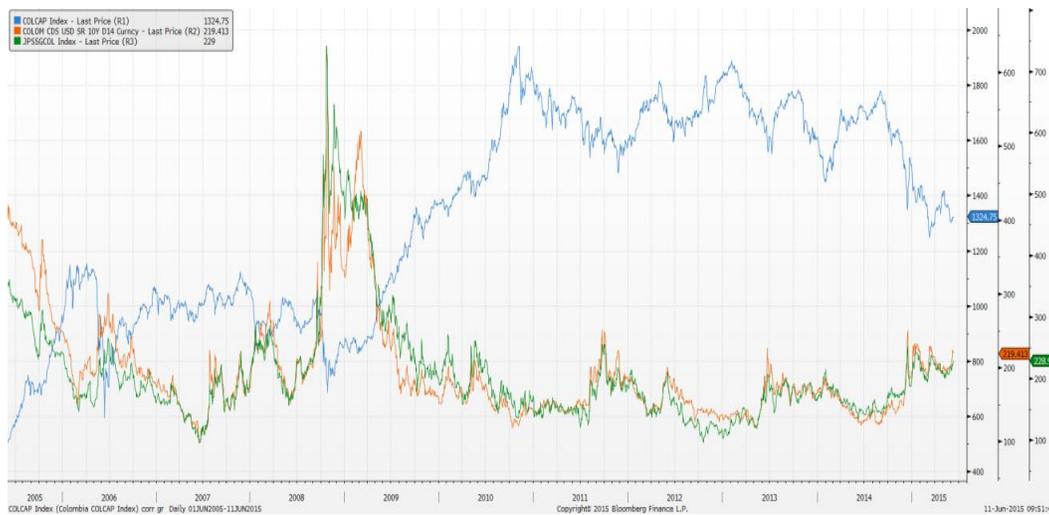


Figura 7. Tendencias del EMBI Global, COLCAP y CDS de Colombia en el período 2005-2015. Tomado de Bloomberg System (2015).

Por otra parte, al comparar con el índice BVC, el COLCAP no presenta una tendencia de comportamiento similar al EMBI Global y los CDS colombianos, sino una

relación inversa. Al presentar cambios de comportamiento, este índice tiene factores diferentes para su correspondiente cálculo en relación con los otros instrumentos, pues aquellos se basan en el comportamiento de la valorización presentada por las empresas más destacadas en la economía Colombiana y en el mercado de Valores, lo cual puede expresar el comportamiento empresarial en una economía que refleja la situación del sector real.

Es de suma importancia en el momento de realizar una inversión y en el proceso de la debida diligencia considerar más de un indicador de medición del Riesgo País, según el comportamiento y argumentos de los resultados que se tengan.

6. Garantías y coberturas ante un Riesgo País

Como institución financiera se pueden tener diferentes mecanismos bajo los cuales se podría prevenir un incumplimiento o, en caso de que fuese así, no tener una exposición ante el mismo muy alta. Por tal motivo, las siguientes son algunas alternativas de garantías o coberturas consideradas como acciones preventivas que fueron consideradas para dicho objetivo:

- Las instituciones financieras deben tener dentro de sus presupuestos un rubro de *perdidas no esperadas* que representa un margen especulativo en el que se pretendan cubrir los costos que se puedan generar como penalidad por prepago y cancelación de un crédito con la Banca Multilateral, pues en ocasiones se pueden llegar a generar comisiones o porcentajes de penalidad, según el tipo de compromiso (Superintendencia de Bancos y Seguros de la República de Ecuador, 2006).

- Otra propuesta es manejar dentro del presupuesto unas reservas que son tomadas de las utilidades generadas anualmente mediante la previa aprobación de la Junta

Directiva de la Institución financiera. Esas utilidades tendrán una destinación de uso específico en un determinado momento en el cual se requieran y, preferiblemente, se establecerá para ellas que tengan un fácil manejo (Superintendencia de Bancos y Seguros de la República de Ecuador, 2006).

- Entre las técnicas de financiación que deben considerarse en el contexto del análisis del Riesgo País está el *Project Financing*, el cual es un conjunto de sistemas en el que se vincula “(...) financiación de proyectos con garantías de devolución de los préstamos ligadas al resultado económico de estos mismos proyectos” (Superintendencia de Bancos y Seguros de la República de Ecuador, 2006, p. 13). Sin embargo, surge el interrogante de hasta qué punto sería esta propuesta estratégica y cómo se pueda manejar, por provenir de un tercero la percepción de Riesgo País.

- Promover el desarrollo del mercado financiero nacional mediante las bancas de desarrollo del país para obtener beneficios con condiciones financieras similares a las ofertadas por la Banca Multilateral. Cabe anotar que con ellas no se tienen que realizar pagos de penalidades por pagos anticipados o prepagos de la deuda a largo plazo. En ocasiones es posible tener apoyo del estado mediante las tasas compensadas, bajo las cuales el fondeo para los bancos sería mucho más económico dependiendo de la actividad y sector que se desee financiar.

- Uso de los derivados financieros que proporcionen cubrimiento a un posible incumplimiento. Como propuesta, se deberían realizar análisis donde elabore un comparativo de los beneficios que esto generaría. (Superintendencia de Bancos y Seguros de la República de Ecuador, 2006,).

- Seguros de crédito que proporcionen coberturas ante todos los riesgos financieros que involucre un crédito con la banca multilateral, donde no se establezca

una cobertura de 100% sobre la base total de la inversión, sino por un porcentaje a partir de un análisis financiero previo a la entidad a la que se quiere proporcionar dicho seguro.

- Adquisición de la Permuta de Incumplimiento Crediticio: conocida como *Credit Default Swaps*, (*CDS*, por sus siglas en inglés). Es similar a un seguro de cobertura de riesgos no tangibles que se ofrece entre las partes. Se utiliza especialmente en el sector privado, ya sea por parte de instituciones internacionales diferentes al país donde se realiza la inversión, como previsión frente al riesgo de incumplimiento en el que puede verse una operación financiera o inversión. En este caso, se propone que puede ser considerada por quien adquiere el compromiso y quiere disminuir los riesgos ante algún incumplimiento de su parte frente al inversionista (Álvarez, 2013).

- Una estructuración de las operaciones es cuando “(...) el prestatario garantiza el reembolso de la deuda al acreedor poniendo contractualmente a su disposición en una cuenta (...)” que se deriva de un acuerdo entre el titular de la cuenta, en virtud del cual el titular transfiere a dicha cuenta “(...) fondos o activos, de los que únicamente se podrá disponer para el pago de determinadas deudas entre el titular y un tercer agente económico, una vez el agente fiduciario compruebe que se han cumplido determinadas condiciones.” (Iranzo, 2008, p. 49).

- El *Análisis de Escenarios* sugiere que, de manera preventiva, se tenga un seguimiento del comportamiento exógeno del mercado económico nacional e internacional, bajo el cual se miren parámetros nacionales e internos del país, mediante sus indicadores macroeconómicos, políticas fiscales y económicas, desarrollo del sector y la economía en general.

A su vez, se deben observar los indicadores económicos tanto internacional como el de referencia con la economía de los Estados Unidos, por tratarse del país referente y desarrollado para los cálculos y decisiones para el mundo y, en especial, para los países emergentes. Este procedimiento puede generar alertas y alternativas de posiciones preventivas a tomar a efecto de generar políticas internas que deben tenerse presentes ante alguna dificultad. (Huang, 2007).

- Estimaciones de provisiones dentro de las proyecciones financieras anuales donde se tengan claros los contratos de empréstito que se han negociado y cuáles son las estipulaciones de indemnización en caso de presentarse un aumento de Riesgo País. La previsión se fundamenta en temas de comisiones de incumplimiento por el no uso de los recursos o penalidad por terminación imprevista del acuerdo. En el caso en el que se considere que se tendrá una nueva negociación de un crédito, este también se deberá tener presente en la elaboración de dichas provisiones (Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras de Chile, 2007).

De igual forma, instituciones financieras en países emergentes, bajo sus superintendencias financieras, tienen establecidos unos parámetros para el estudio del Riesgo País y toma de decisiones frente al tema como es el caso de Chile que actualizó y conformó un compendio de normas sobre el tema, definiéndolo conceptualmente como *políticas y procedimientos para la asunción del Riesgo País* (Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras de Chile, 2007). Dichos parámetros buscan disminuir la exposición a la que se ven involucrados los países y su economía ante el Riesgo País, determinando así límites crediticios según la situación de cada nación, revisiones semestrales de la calificación de inversión emitida por las firmas calificadoras y reevaluando el comportamiento del EMBI en cada territorio nacional.

7. Garantías y coberturas ante un Riesgo País en Colombia

Desde hace más de 10 años la percepción de Colombia ha venido mejorando, a nivel económico, político y social, llegando a ser percibido desde 2013 como la sorpresa ante las económicas internacionales. La consideración de Colombia como país emergente, según lo señalado por Nicolás Berggruen y Nathan Gardels en su libro *Gobernanza Inteligente para el siglo XXI*, ha provocado que el nivel de competencia y desarrollo sea más exigente, al mismo tiempo que se convierte en un tema de continua vigilancia y comportamiento la percepción del desarrollo socio económico del país, en sí misma. (Duzán, 2013).

Ante las fluctuaciones presentadas en la percepción del Riesgo País para Colombia se pueden tener presentes los mecanismos de cobertura o garantías, siendo la más popular en el mercado financiero y en temas de inversiones.

Se destacan los seguros ofertados por instituciones financieras y aseguradoras con los *Credit Default Swaps* como el mecanismo más viable. Cabe aclarar que este tipo de seguro debe cubrir toda la operación y no acepta renovaciones periódicas, partiendo desde el corto plazo, a un año, y a largo plazo, desde los 3, 5, 10 años y hasta más.

Considerando lo anterior, a medida que se aumenta el tiempo, ese costo que se tendrá como prima porcentual ante una exposición a una inversión u operación financiera en un país; implica que a medida que aumentamos el plazo y las condiciones de estas actividades se tendrá un notorio aumento en los puntos básicos de la misma. Esto depende de los riesgos sistémicos a los que se encuentra expuesta, pues por un año con un costo equivalente a 59, 745 puntos básicos por cada USD10 millones de la inversión se debe pagar el porcentaje con base en los puntos básicos generados e indicados en Bloomberg (Sala de Inversión, 2013). Estos aumentan en el caso de 5 años

a 141,000 pbs por cada cifra indicada, y con unos 10 años, da una prima de 197,245 pbs. (Ver figura 8).



Figura 8. Comportamiento de los CDS de Colombia a diferentes plazos (1, 5, y 10 años). Tomado de Bloomberg System (2015).

Quienes reciben los recursos de los inversionistas, pueden tener presentes los CDS, como alternativa de cobertura y generación de más confianza ante este recurso. Paralelamente, no debe dejar a un lado las alternativas existentes dentro de las mismas empresas, mediante las proyecciones financieras basadas en un adecuado proyecto, bajo las consideraciones y estipulaciones de pérdidas no esperadas, pero justificadas de la mano con la normatividad contable que se aplique para el tipo de empresa.

8. CONCLUSIONES

Para las instituciones financieras las alternativas identificadas sirven para disminuir la exposición ante el riesgo sistémico en el que se pueden ver involucradas en relación con el Riesgo País, contexto en el que se pueden generar prepagos de créditos o terminaciones tempranas de contratos de préstamo, bajo los cuales pueden verse involucrado el sector financiero. No obstante, a pesar de estos mecanismos, no se asegura en un 100% que la volatilidad que se puede presentar ante los indicadores de Riesgo País afectará los diferentes sectores de la economía de una nación y de quienes hacen parte de ella.

Es claro que con un apropiado análisis del Riesgo País en el que un inversionista o deudor pueda verse involucrado en términos de inversión, debe tener como mínimo dos procedimientos de estudio de los indicadores de Riesgo País con los que pueda asumir posturas adecuadas para la toma de decisiones.

A pesar que se tengan mecanismos para prevenir de cierta forma, mas no es su totalidad, la exposición que tiene ante el Riesgo País, toda crisis repercute en su economía y por ende dentro de sus empresas privadas, las cuales apalancan el desarrollo de la nación. A largo plazo, la economía y las empresas que la componen se verán afectadas y por ende sus compromisos financieros se tendrán que replantear. Las garantías y coberturas identificadas ante un Riesgo País pueden ser aplicadas en Colombia, teniendo en consideración que se establezcan unos parámetros claros sobre el tema que pueden ser herramientas alternativas como las pérdidas no esperadas, las provisiones, el uso de derivados, búsqueda de garantías o seguros de créditos ofrecidos por la banca multilateral, con un continuo seguimiento y análisis de escenarios.

Junto a todo lo anterior, hay que tener presente que la normatividad en Colombia, impartida por su organismo financiero regulatorio, presenta alguna tendencia a tener falencias en la aplicación de sus previsiones. Hay que considerar que la normativa se clasifica según la naturaleza jurídica de las empresas y que estas pueden verse afectadas por el Riesgo País a pesar de tener balances financieros y ejercicio de sus actividades sostenibles en el tiempo y perdurables. No se tiene fácil acceso a información que contrarreste los impactos negativos que una mala calificación de Riesgo País pueda generar en el desarrollo de una economía. La única forma de cubrir la exposición ante el Riesgo País es por decisión autónoma y preventiva de cada empresa.

Dentro de los mecanismos utilizados como parámetros indicadores de la medición del riesgo país se destaca la relación en una tendencia similar en el comportamiento de los CDS y el EMBI Global y la relación inversa que se tiene entre los dos indicadores mencionados y el índice del COLCAP, dentro del mercado nacional de la Bolsa de Valores de Colombia. No obstante, es explicable por la relación de los primeros con las políticas macroeconómicas y el último, refleja la situación de sector real de la economía colombiana.

Por otra parte, a pesar de tener una gran variedad de alternativas que pueden tomar las instituciones nacionales para prevenir que se materialice una amenaza de una situación exógena y sistémica, una de las mejores opciones de coberturas y garantías puede ser Credit Default Swaps, entre otras provisiones. Es tan fuerte el impacto de la variación en los resultados de los indicadores de medición del Riesgo País para las inversiones y negociaciones con empresas del extranjero que, a pesar de tener como garantía alternativas de cobertura de dicha variación, estas no son suficientes para contrarrestar el impacto negativo que estas pueden llegar a generaren una economía, y

llegan a disminuir la motivación de los negocios, el desarrollo y a la cancelación anticipada de compromisos contractuales para evitar la exposición a la que se pueden ver involucrados los negocios.

De igual forma, otra de las alternativas más fuertes en temas de incumplimiento es la de adquirir seguros o pólizas por riesgo de incumplimiento. De cierta forma, se asegura al inversionista, en caso de un crédito, que ante una posible situación de crisis y alteración esta póliza se materialice teniendo claro el pago del capital pendiente en el compromiso contractual pactado desde un inicio.

Para concluir, se propone la siguiente figura mediante la que se exponen y relacionan de manera más clara los principales temas tratados en relación con el Riesgo País y sus mecanismos de cobertura ante temas de inversiones y créditos internacionales, aplicable a un país emergente como Colombia. La Figura 9 resume los temas que se deben tener presentes para este tipo de operaciones y transacciones financieras.

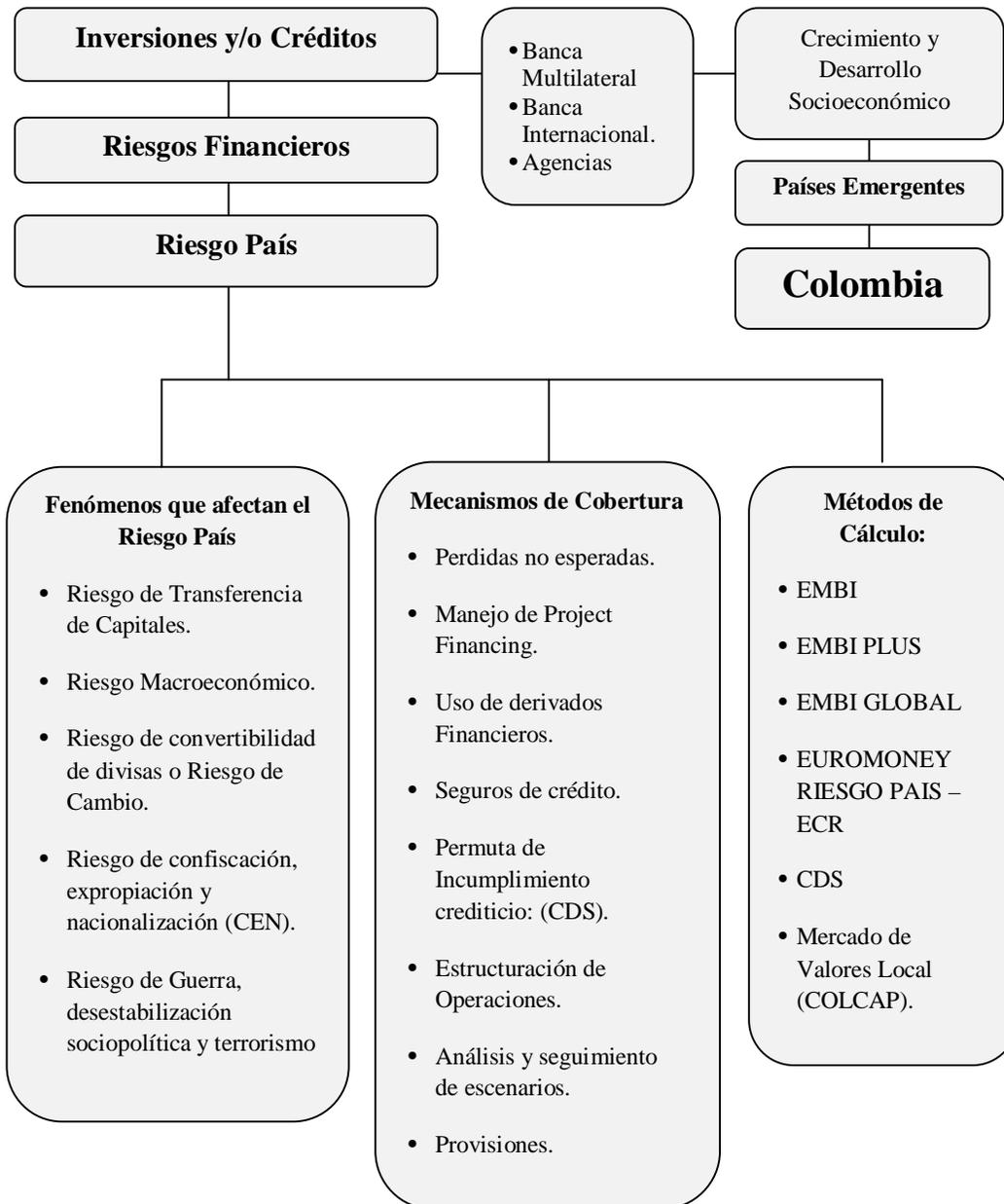


Figura 9: Resumen de la Investigación *Instrumentos de cobertura del Riesgo País para países emergentes, como Colombia.*

Referencias

- Alonso, J. C., Solano, N., Tenório, A. M. y Torres, G. (abril 13 de 2012). Índice de Bonos Emergentes-EMBI. Cienfi y Universidad ICESI. Recuperado de <https://www.icesi.edu.co/cienfi/images/stories/pdf/glosario/indice-bonos-emergentes.pdf>
- Álvarez, G. P. (9 enero de 2013). El Credit Default Swap como agente transformador del paradigma financiero internacional. Recuperado de http://www.ieee.es/Galerias/fichero/docs_opinion/2013/DIEEEE04-2013_EICDS_ParadigmaFinanciero_GAlvarez.pdf
- Ámbito.com (2015). Colombia – Riesgo País (Embi+) [sitio web]. Recuperado de <http://www.ambito.com/economia/mercados/riesgo-pais/info/?id=4>
- ASIGNA, Grupo BMV (2009). Indicadores de Riesgo Tercer Trimestre 2009. Recuperado de http://www.asigna.com.mx/wb3/wb/ASG/ASG_repositorio/_vtp/ASG/ASG_865_indicadores_de_riesgos_asigna/_rid/124/_mto/3/3Trimestre09_Indicadores_Riesgos.pdf?repfop=view&rept=ASG_865_indicadores_de_riesgos_asigna&repfiddoc=1259&repinline=true
- Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia – AMV (julio de 2009). Impacto de la crisis financiera internacional en el sistema financiero colombiano y en su regulación. Recuperado de <http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/Impactodelacrisis.pdf>

Banca de Inversión Bancolombia (marzo de 2012). Pulso Financiero: Análisis y

prospección de negocios. Recuperado de

<http://www.banca inversionbancolombia.com/cs/Satellite?blobcol=urldata&blobheadername1=content-type&blobheadername2=Content-Disposition&blobheadername3=MDT-Type&blobheadervalue1=application%2Fpdf&blobheadervalue2=inline%3B+filename%3Dmyfile&blobheadervalue3=abinary%253B%2Bcharset%253DUTF-8&blobkey=id&blobtable=MungoBlobs&blobwhere=1266523564264&ssbinary=true>

Banco de Bogotá (6 de marzo de 2012) América Latina: Mercados Definiendo tasas de cambio de equilibrio en América Latina. Recuperado de

<https://pbit.bancodebogota.com.co/Investigaciones/AnalisisPDF.aspx?PDF=892>

Banco de la República de Colombia (2015) Índices del mercado bursátil colombiano.

Recuperado de <http://www.banrep.gov.co/es/igbc>

Banco Interamericano de Desarrollo (enero de 2012). Colombia Estrategia de País del BID 2012- 2014. Recuperado de

<http://idbdocs.iadb.org/wsdocs/getdocument.aspx?docnum=36643812>

Banco Interamericano de Desarrollo (s.f.). Acerca del BID.

<http://www.iadb.org/es/acerca-de-nosotros/acerca-del-banco-interamericano-de-desarrollo,5995.html>

Belaunde, G. (11 de mayo de 2014). Indicadores de Riesgo País: Ventajas e

Inconvenientes [Mensaje en un blog]. Recuperado de

<http://blogs.gestion.pe/riesgosfinancieros/2014/05/indicadores-de-riesgo-pais-ventajas-e-inconvenientes.html>

Casado, F. (marzo de 2007) Alianzas público-privadas Alianzas público-privadas para el desarrollo. *Documento de Trabajo n° 9. Fundación Carolina – CeALCI.*

Recuperado de <http://www.fundacioncarolina.es/wp-content/uploads/2014/08/DT9.pdf>

Casallas, J. E. (2011). El Indicador Riesgo País EMBI (Emerging Markets Bond Index), Las tasas de interés y su incidencia en el mercado bursátil de Colombia, en el periodo 2002 – 2009 [Tesis de grado]. Universidad de la Salle, Bogotá, Colombia.

Corzo, T. y Lazcano, L. (25 de octubre de 2011). Swaps y credit default swaps

[Presentación de diapositivas]. En II Jornada de Instrumentos Financieros.

Simposio llevado a cabo en Cañibano, L. (Presidencia), *Foro AECA Instrumentos*

Financieros, Conferencia llevada a cabo en la Sesión III: Entrada de los swaps en general y de los CDS en particular en la vida de las empresas. Universidad

Pontificia Comillas, Madrid, España. Recuperado de

http://www.aeca.es/faif/documentos/II_jornada/lazcano_corzo.pdf

Crece deuda del Gobierno en el exterior (7 de abril de 2014). *Revista Dinero.*

Recuperado de <http://www.dinero.com/economia/articulo/deuda-del-sector-publico-aumento/194474>

- Damodaran, A. (2013). *Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications – The 2013 Edition* (Actualizado: marzo 2013). Nueva York, Estados Unidos: Stern School of Business. Recuperado de <http://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=237074081092015103093015114019085117052050089038069021127118096117101116098092010105100061021123008121098003029107008095081082011010071043048112000076018119067085077032072079127125000107119018127119084099087118065105077118065078008094087078118&EXT=pdf&TYPE=2> :
- Dans, N. (2012). El riesgo país en la inversión extranjera directa: concepto y modalidades de riesgo. *Papeles de Europa* 25, 109-129. Recuperado de <http://revistas.ucm.es/index.php/PADE/article/view/41100/39333>
- Díaz, S., Gallego, A. y Pallicera, N. (2008). Riesgo País en Mercados Emergentes [Tesis de maestría]. Universitat Pompeu Frabra, Barcelona, España. Recuperado de http://www.idec.upf.edu/documents/mmf/07_01_riesgo_pais_en_mercados_emergentes.pdf
- Direcciones de Comunicaciones de la Financiera del Desarrollo – Findeter (19 de noviembre de 2012). Findeter obtiene crédito por 150 millones de Euros con la Agencia Francesa de Desarrollo. Recuperado de http://www.findeter.gov.co/ninos/publicaciones/findeter_obtiene_credito_por_150_millones_de_euros_con_la_agencia_francesa_de_desarrollo_publicaciones
- Disminuye el riesgo país, señal de mejora de la confianza [Artículo] (mayo 4 de 2015). *Portafolio*. Recuperado de <http://www.portafolio.co/negocios/mercados-riesgo-pais-confianza-inversionista>

- Duzán, M. J. (29 de marzo de 2013). “Países Emergentes, como Colombia, son sorpresa”. *Revista Semana*. Recuperado de <http://www.semana.com/nacion/articulo/paises-emergentes-como-colombia-sorpresa/338106-3>
- Gorfinkiel, D. y Lapitz, R. (agosto de 2003). GLOBALIZACION Y EVALUACIÓN DEL RIESGO PAIS Metodologías y situación en América Latina. En *Documentos de Discusión Global*. Recuperado de <http://www.economiasur.com/publicaciones/DocDiscRiesgoPaisGorLapitz.pdf>
- Hay deterioro en la percepción de riesgo (14 de diciembre de 2014). *Portafolio*. Recuperado de <http://www.portafolio.co/economia/comportamiento-activos-mercado-colombia-diciembre-2014>
- Heijmans, P., Hays, M. y Haroon, A. (15 de diciembre de 2008.). Credit default swaps [Presentación de diapositivas]. Universidad de Princeton. Recuperado de <http://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:1pA8G5NRxVII:www.princeton.edu/~markus/teaching/Eco467/10Lecture/CDS%2520Presentation%2520with%2520References.pdf+&cd=13&hl=es-419&ct=clnk&gl=co>
- Huang, W. X. (2007). *Institutional banking for emerging markets: Principles and practice*. Hoboken, New Jersey, Estados Unidos: Wiley.
- Humala, A. (marzo de 2011). Swaps de incumplimiento de crédito (Credit Default Swaps). *Revista Moneda*, 147, pp. 15-18. Recuperado de <http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Revista-Moneda/Moneda-147/Moneda-147-03.pdf>

- Iranzo, S. (2008). *Introducción al Riesgo –País*. Documentos Ocasionales N° 0802. Madrid, España: Banco de España. Recuperado de:
<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeriadas/DocumentosOcasionales/08/Fic/do0802.pdf>
- J.P. Morgan Chase & Co. (2015). Tradeable Index Strategies: Emerging Markets (artículo informativo). Recuperado de
<https://www.jpmorgan.com/pages/jpmorgan/investbk/solutions/research/EMBI>
- Julio, J. M., Lozano, I. y Melo, L.A. (2012). Quiebre Estructural de la Relación entre la Política Fiscal y el Riesgo Soberano en las Economías Emergentes: El Caso Colombiano. *Borradores de Economía*, 693, pp. 1 - 34. Recuperado de
<http://www.banrep.gov.co/docum/ftp/borra693.pdf>
- Martín, J. L., y Téllez, C. (2014). *Finanzas internacionales (2 ed.)*. Madrid: Paraninfo. Ministerio de Hacienda y Crédito Público de Colombia e Investor Relations Colombia. (2008) Preguntas frecuentes. Recuperado de
<http://www.irc.gov.co/irc/es/infodeudapublica/infogeneral/deudainternapf/#8>
- Mongrut, S. (2004). *Valoración de proyectos de inversión en economías emergentes latinoamericanas el caso de los inversionistas no diversificados* [Tesis de doctorado]. Universidad de Barcelona, Barcelona, España. Recuperado de
http://diposit.ub.edu/dspace/bitstream/2445/42127/1/SMM_TESIS.pdf
- Montilla, F. (octubre de 2007). Riesgo País [Mensaje en un blog]. Zona Económica. Recuperado de <http://www.zonaeconomica.com/riesgo-pais>

- Mora, A. y León, B. (2011). CDS: Relación con índices accionarios y medida de riesgos. En *Ensayos sobre Política Económica*, 29(64), pp. 178-211. Edición especial riesgos en la industria bancaria. Recuperado de <http://www.ehu.es/Jarriola/Docencia/EcoInt/Lecturas/CDS%20relacion%20con%20indices%20accionarios%20y%20medida%20de%20riesgo.pdf>
- Morales, J. y Tuesta, P. (1998): “Calificaciones de Crédito y Riesgo País”. Banco Central de la Reserva del Perú. Revista de Estudios Económicos. N° 3. Agosto. Recuperado de <http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Revista-Estudios-Economicos/03/Estudios-Economicos-3-7.pdf>
- Morales-Arce, R. et al. (2010). *Primeras perspectivas de la crisis y cuestiones conexas*. Madrid, España: Universidad Nacional de Educación a Distancia.
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (s.f.). El trabajo de la OCDE. Recuperado de <http://www.oecd.org/centrodemexico/laocde/eltrabajodelaocde.htm>
- Riesgo País (19 de enero de 2010). [Mensaje en un blog]. Mercadeo.com. Recuperado de <http://www.mercadeo.com/blog/2010/01/riesgo-y-pais/>
- Rubiano, J. H. (2013). *Análisis de los desafíos de la banca de inversión y desarrollo de alternativas en el mercado* (Tesis de pregrado). Universidad EAN, Bogotá, Colombia. <http://repository.ean.edu.co/bitstream/handle/10882/4464/RubianoJohnny2013.pdf?sequence=3>

Ruiz, L. M. (29 de agosto de 2014). El riesgo país de 147 puntos es el más competitivo de los países de la Región. *La República*. Recuperado de

http://www.larepublica.co/el-riesgo-pa%C3%ADs-de-147-puntos-es-el-m%C3%A1s-competitivo-de-los-pa%C3%ADses-de-la-regi%C3%B3n_162056

Sala de Inversión (3 de mayo de 2013). Sepa qué son y para qué sirven los Credit Default Swaps. *América Economía* Recuperado de

<http://www.americaeconomia.com/economia-mercados/finanzas/sepa-que-son-y-para-que-sirven-los-credit-default-swaps>

Salmerón, V. (8 de febrero de 2014). [Venezuela pasa a tener el riesgo país más elevado del mundo](#). *El Universal*. Recuperado de

<http://www.eluniversal.com/economia/140208/venezuela-pasa-a-tener-el-riesgo-pais-mas-elevado-del-mundo>

Santiago, O. (11 de julio de 2012). Colombia, con el mejor Embi de Suramérica. *La República*. Recuperado de

http://www.larepublica.co/finanzas/colombia-con-el-mejor-emi-de-suram%C3%A9rica_15058

Sector privado aumentó deuda en el exterior (9 de mayo de 2014). *Revista Dinero*.

Recuperado de <http://www.dinero.com/economia/articulo/privados-aumentan-deudas-exterior/195908>

Sociedad Nacional de Minería, Petróleo y Energía de Perú (octubre de 2011). *El riesgo país* (Informe quincenal No. 55). Recuperado de

<http://www.snmpe.org.pe/informes-y-publicaciones-snmpe/informes-quincenales/sector-multisectoriales/riesgo-pais-actualizado-octubre-2011.html>

Standard & Poor's Rating Services (20 de noviembre de 2014). Definiciones de

Calificaciones de Standard & Poor's [reporte en línea]. Recuperado de

http://www.standardandpoors.com/servlet/BlobServer?blobheadername3=MDT-Type&blobcol=urldata&blobtable=MungoBlobs&blobheadervalue2=inline%3B+filename%3D14.11.20_DefinicionesCalificaciones.pdf.pdf&blobheadername2=Content-Disposition&blobheadervalue1=application%2Fpdf&blobkey=id&blobheadername1=content-type&blobwhere=1244505468335&blobheadervalue3=UTF-8

Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras de Chile (12 de noviembre de 2007) Capítulo 7-13 Riesgo-País y clasificación de países. Circular N° 3.411,

Recuperado de http://www.sbif.cl/sbifweb3/internet/archivos/norma_6549_1.pdf

Superintendencia de Bancos y Seguros de la República de Ecuador (diciembre de 2006).

El Riesgo País en las instituciones Bancarias [artículo financiero]. Recuperado de

http://www.sbs.gob.ec/medios/PORTALDOCS/downloads/articulos_financieros/Articulos%20Financieros/AF_riesgo_pais_bancos_dic_06.pdf

Vandersteel, T. y Bartholomew, E. (julio 12 de 1995). Introducing the Emerging Market Bond Index Plus. *Marquet Brief*. JP Morgan Securities Inc.

Vázquez, L. (2008). *Riesgo País, métodos y formas de cálculo. Su impacto en mercados financieros. Caso Venezuela, año 2006* [Tesis de posgrado]. Universidad Católica Andrés Bello, Caracas, Venezuela.

<http://biblioteca2.ucab.edu.ve/anexos/biblioteca/marc/texto/AAR2582.pdf>

Villar, L. y Forero, D. (abril, 2014). Escenarios alternativos y necesidades de recursos para el cuatrienio. En *Perspectivas Fiscales 2014-2018* (1° edición). Bogotá,

Colombia: La imprenta editores. Recuperado de

http://www.fedesarrollo.org.co/wp-content/uploads/2014/04/debate_pres_2014_cuad52.pdf

Weltman, J. (s.f.). ECR: Which way next for Colombia? Recuperado de

<http://www.euromoney.com/Article/3395548/ECR-Which-way-next-for-Colombia.html>