



Recuadro I: Revisión de la literatura empírica sobre el impacto económico del grado de inversión

Introducción

Las calificaciones crediticias soberanas son opiniones informadas y prospectivas acerca de la capacidad y voluntad de los gobiernos para realizar el pago total y oportuno de su deuda emitida. Las agencias calificadoras de riesgos realizan estas valoraciones de la deuda soberana y, por lo tanto, desempeñan un papel importante al enviar señales a los mercados que ayudan a reducir la incertidumbre sobre la solvencia de un país. De este modo, es esencial para los países escalar en los ratings u obtener una mejora en la calificación soberana ya que esto refleja una menor percepción de riesgo para los inversionistas y, por lo tanto, permite una mejor inserción en los mercados internacionales.

A finales del mes de julio, la calificadora de riesgo Moody's, una de las tres agencias calificadoras más prestigiosas a nivel internacional, ha elevado la calificación crediticia de la deuda de largo plazo del Gobierno de Paraguay de Ba1 a Baa3, logrando así, por primera vez, el grado de inversión.

En este sentido, el calificativo de "grado de inversión" significa que el país se posiciona dentro de un rango de calificaciones crediticias superior, asociadas a un menor riesgo de impago con respecto a los países posicionados por debajo de dicho rango, los cuales emiten instrumentos de deuda catalogados como "grado especulativo". El bajo nivel de ingreso de las economías emergentes y en desarrollo implica un obstáculo para el ahorro y la inversión, por lo que alcanzar el estatus de país con grado de inversión se ha convertido en un anhelado objetivo para impulsar un mayor desarrollo de los países reconocidos internacionalmente por su estabilidad macroeconómica.

Este recuadro tiene como objetivo examinar la literatura empírica sobre el impacto económico observado en otros países que alcanzaron el grado de inversión debido a una mejora en su calificación soberana.

El camino al grado de inversión

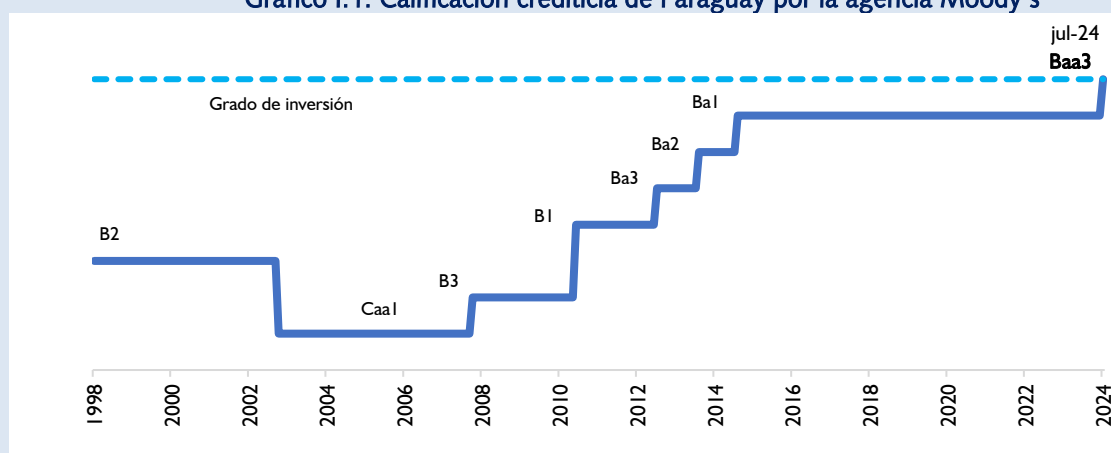
Entre mediados de la década de los noventa e inicios de los dos mil, el desempeño económico se había deteriorado significativamente, lastrado por una profunda y prolongada crisis financiera. Entre 1996 y 2002, el crecimiento promedio del PIB de Paraguay fue apenas 0,2%, muy inferior al ritmo de expansión de los años previos (promedio de 4,7% entre 1992 y 1996). Hacia finales del 2002 y comienzos del 2003, la inflación se situó en torno al 20% y el tipo de cambio (guaraníes por dólar) se depreció más del 50%. En ese contexto, Moody's había reducido la calificación crediticia del país a Caa1, un nivel que reflejaba un alto riesgo de impago (gráfico I.1).

A partir de finales del 2003 se emprendieron importantes reformas en el plano fiscal y monetario, en el marco de un acuerdo *Stand-By* con el Fondo Monetario Internacional (FMI). El ordenamiento macroeconómico, juntamente con unas condiciones externas más favorables, impulsaron un crecimiento elevado y sostenido del PIB. Entre el 2003 y 2014, la tasa promedio de variación del PIB fue 4,6%. En ese periodo, Paraguay experimentó sucesivos ajustes positivos en su calificación crediticia, ubicándose desde el 2015 a un escalón del grado de inversión, nivel que se mantuvo en los siguientes nueve años, en un contexto marcado por una serie de choques externos, como la significativa caída de los precios de los productos de exportación en el 2015, la sequía en el 2019, la

pandemia en el 2020, otra sequía en el 2022, la aceleración de la inflación y las condiciones financieras internacionales más restrictivas en la post pandemia.

Finalmente, en el 2024, la calificadora Moody's otorga el grado de inversión a Paraguay, destacando, entre otros factores, el crecimiento económico sostenido del país, su capacidad para resistir choques externos y las reformas institucionales que han fortalecido la gobernanza. Además, señalaron que la estrategia de diversificación económica y la inversión en infraestructura han jugado un papel crucial. La solidez fiscal de Paraguay y su capacidad para diversificar las fuentes de financiamiento en los mercados también han sido determinantes. Asimismo, mencionaron que la inversión pública está optimizando las condiciones de transporte, lo cual se espera que fomente un flujo constante de inversión privada en sectores no tradicionales, como la maquila, la silvicultura y la energía limpia.

Gráfico I.1. Calificación crediticia de Paraguay por la agencia Moody's



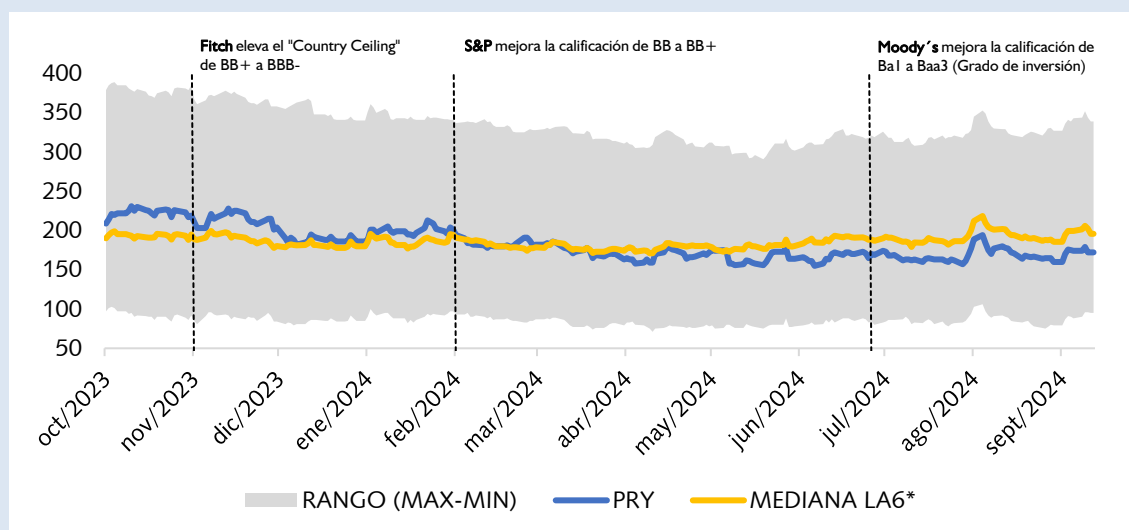
Fuente: Moody's Ratings.

Además de lograr el grado de inversión por parte de Moody's en julio de 2024, es apropiado señalar que, hacia finales del año 2023, Fitch, si bien había mantenido la calificación soberana en BB+, elevó el "country ceiling" ¹ a BBB- (grado de inversión). Así también, en febrero de 2024, la calificadora Standard and Poor's había mejorado la calificación soberana de BB a BB+ y había elevado la evaluación de riesgo de Transferencia y Convertibilidad (T&C) ² de Paraguay a BBB- (grado de inversión). Este continuo proceso de mejora se ha ido reflejando en una menor prima de riesgo soberano, tanto en términos absolutos, como también en términos relativos a otros países de la región (gráfico I.2).

¹ Los "Techos país" (*country ceilings*, en inglés) no son calificaciones, sino manifestaciones de un límite para las calificaciones de las entidades y las transacciones en moneda extranjera originadas en la jurisdicción del soberano. El techo país mide el riesgo de que se impongan controles de capitales y/o cambiarios en un país impidiendo al sector privado la conversión de moneda doméstica a extranjera. El techo país se sitúa por encima de la calificación soberana cuando se espera que algunas entidades pudieran continuar pagando su deuda externa aun cuando el soberano no puede pagar su deuda en moneda extranjera.

² Una evaluación de T&C es la calificación asociada con la probabilidad de que el soberano restrinja el acceso de entidades no soberanas a las divisas necesarias para el servicio de la deuda.

Gráfico I.2. Evolución del EMBI de Paraguay y países de la región (puntos básicos)



* LA6 incluye a Brasil, Colombia, Chile, Perú, Uruguay y México.

Fuente: Bloomberg.

Impacto en las condiciones de financiamiento

Varios estudios señalan que las calificaciones de deuda soberana con rango de grado de inversión están asociadas a una menor probabilidad de incumplimiento y, por lo tanto, conllevan menores costos de financiamiento para los gobiernos y las empresas en los mercados internacionales de capitales. Además, las mejores calificaciones correspondientes al grado de inversión permiten expandir la base de inversores potenciales como inversionistas institucionales (fondos de pensión, compañías de seguros, etc.) que tienden a invertir en activos de menor riesgo.

Jaramillo y Tejada (2011) examinaron los *spreads* soberanos de 35 economías emergentes mediante un estudio econométrico con datos de panel para el periodo 1997-2010. Los resultados muestran que alcanzar el grado de inversión reduce los *spreads* soberanos en un 36%³, más allá de lo que sugieren los fundamentos macroeconómicos. Además, encuentran que las mejoras de calificación en la clase de activos que califican con grado de inversión conllevan a una reducción del 5% al 10% en los *spreads*, mientras que las mejoras dentro de la clase de activos del grado especulativo no tienen impacto.

En un artículo más reciente, Anastasatou et al. (2023) investigaron los efectos potenciales de una mejora en la calificación al grado de inversión. Utilizando datos de panel de 77 países encontraron que una mejora en la calificación está asociada con una reducción permanente del *spread* soberano en alrededor de 70 pb al alcanzar el grado de inversión.

Por otra parte, Afonso et al. (2012) analizaron los efectos de los anuncios de mejoras y rebajas de las calificaciones soberanas en los *spreads* de los bonos de países de la Unión Europea. Para ello, aplicaron la metodología estándar de estudio de eventos a fin de medir la respuesta de los rendimientos y los *spreads* durante un periodo de dos días (-1, 1), antes y después del anuncio. Los resultados señalan que anuncios negativos en las calificaciones de riesgo tienen un impacto significativo en los *spreads*, mientras que la reacción a mejoras en la calificación es menor.

³ Esto significa que un país con un *spread* de 440 puntos básicos, estando un nivel por debajo del grado de inversión, vería una reducción de su *spread* a 279 puntos básicos al alcanzar dicho grado.



Impacto en los flujos de capitales

Para los inversionistas del exterior, las calificaciones de riesgo soberanas contribuyen a reducir la incertidumbre sobre el riesgo al que estarían expuestos al invertir sus fondos en los títulos de deuda de un país, ya que sintetizan información cuantitativa y cualitativa sobre la capacidad del emisor para hacer frente a sus obligaciones de deuda. Desde el punto de vista de los gobiernos, el nivel de riesgo asociado a la deuda de un país determina en cierta medida la tasa de interés externa que enfrenta en los mercados financieros internacionales y su capacidad para atraer inversiones. En esa línea, varios autores han analizado empíricamente la asociación entre una mayor entrada de flujos de capital, tanto de cartera como Inversión Extranjera Directa (IED), y las calificaciones crediticias soberanas más altas.

Cai et al. (2018) examinaron la relación entre las calificaciones crediticias soberanas y los flujos de IED desde 31 países donantes de la OCDE a 72 países receptores (OCDE y no miembros) durante el periodo 1985-2012. Entre los principales resultados encontraron que las calificaciones de los países receptores tienen un impacto positivo en los flujos de IED y es aún mayor cuanto más alta es la calificación. Además, observaron que los países reciben más IED cuando su región geográfica tiene una calificación crediticia promedio más alta en comparación con otras regiones.

Por otro lado, Sánchez, E. (2013) analizó el efecto de la obtención del grado de inversión sobre los flujos de inversión extranjera directa que captan las economías emergentes utilizando el método *propensity score matching*. Los resultados del estudio sugieren que la obtención del grado de inversión tiene un efecto positivo y estadísticamente significativo para los primeros años (1% del PIB), luego de ese periodo los efectos dejan de ser significativos. De este modo, concluye que los buenos fundamentos de la economía permiten obtener el grado de inversión, pero esta calificación sólo afecta a los flujos de IED en el corto plazo.

Así también, los resultados empíricos de la investigación de Arogundade et. al. (2022) indican un efecto significativo positivo para los países con calificaciones de crédito soberanas más altas para atraer mayores flujos de inversión extranjera directa (IED) en 22 países de África Subsahariana.

Por otra parte, Kim y Wu (2008) encontraron que las mejoras en las calificaciones soberanas, específicamente las de moneda extranjera a largo plazo, contribuyen a mejorar el desarrollo financiero de los países y a atraer distintas fuentes de entradas de capital (IED y cartera).

De et al. (2020) utilizan un modelo de regresión de panel dinámico para estimar la relación entre las calificaciones y los flujos de capital después de controlar por otros factores, como diferenciales de crecimiento, tasas de interés y condiciones de riesgo globales. Los autores argumentan que una mejora en la calificación soberana era un determinante importante de los flujos netos de capital antes de la crisis financiera mundial de 2008. Sin embargo, luego de la crisis ganaron mayor relevancia las calificaciones relativas a otros países. En base a estas conclusiones, los países deben prestar también atención a su desempeño económico relativo.

Efecto en otras variables macroeconómicas

El mayor fondeo con menores tasas de interés tiene también efectos positivos en el sector real de la economía. Los menores costos del capital para los gobiernos y las empresas contribuyen al crecimiento económico y desarrollo del país al propiciar un entorno más favorable para la inversión y el financiamiento. Al respecto, Chen et al. (2015), utilizando un modelo dinámico con datos de panel de



103 economías para el periodo 1982-2012, encontraron que el avance de la calificación soberana en un escalón conduce a un incremento de 0,6 p.p. en la tasa de crecimiento anual promedio de los siguientes cinco años del PIB per cápita y de 1,7 p.p. cuando la calificación alcanza el grado de inversión. De manera similar, Chen et al. (2013) señalan que la inversión privada crece 4,5 p.p. en el año en que mejora la calificación y en 3,2 p.p. en el siguiente año, sin embargo, los efectos no resultaron significativos en los siguientes años.

Anastasatou et al. (2023) evaluaron los efectos de una mejora en la calificación crediticia sobre la tasa de crecimiento del PIB real basándose en datos de 85 economías en el periodo 2000-2020 y utilizando el "Método Generalizado de Momentos". Los resultados de sus estimaciones sugieren que los efectos esperados de alcanzar el grado de inversión en el corto plazo son un aumento del crecimiento del PIB en 0,8 p.p. y una volatilidad menor en 0,4 p.p.

Comentarios Finales

La obtención del grado de inversión es un avance importante para el país, resultado de una serie de reformas estructurales y la gestión responsable de las políticas macroeconómicas. La literatura empírica demuestra que el impacto de alcanzar el estatus de grado de inversión tiene efectos financieros y reales para la economía. Entre los principales beneficios mencionan la reducción de los costos de financiamiento para el gobierno, facilitando mayores recursos para la inversión pública como también el acceso a condiciones financieras más ventajosas para el sector privado. Además, la mejora de la confianza en el país es un determinante importante para atraer inversiones tanto de cartera como IED, generando así una mayor capacidad de inversión que impulsará el crecimiento y desarrollo económico.

El desafío actual está en mantener o mejorar el estatus de grado de inversión. De acuerdo con la agencia Moody's, para lograr futuras mejoras en la calificación de la deuda soberana, el Gobierno deberá continuar implementando reformas estructurales que fortalezcan las instituciones y el marco de gobernanza del país. Además, es importante mantener los esfuerzos para fortalecer las finanzas públicas, fomentar la inversión privada en infraestructuras y energías renovables, y reducir la vulnerabilidad a shocks, ya que estos elementos podrían contribuir a alcanzar una calificación más alta.

Referencias Bibliográficas

- Afonso, A., Furceri, D., & Gomes, P. (2012). Sovereign credit ratings and financial markets linkages: Application to European data. *Journal of International Money and Finance*, 31(3), 606-638.
- Anastasatou, M., Balfoussia, H., Bragoudakis, Z., Malliaropulos, D., Migiakis, P. M., Papageorgiou, D., & Petroulas, P. (2023). Effects of a sovereign credit rating upgrade to investment grade on the Greek economy. *Bank of Greece Economic Bulletin*, (58).
- Arogundade, S., Biyase, M., & Eita, J. H. (2022). Do Sovereign Credit Ratings Matter for Foreign Direct Investment: Evidence from Sub-Saharan African Countries.
- Cai, P., Gan, Q., & Kim, S.-J. (2018). Do sovereign credit ratings matter for foreign direct investments? *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 55, 50-64. Disponible en: <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2018.01.003>
- Cai, P., Kim, S.-J., & Wu, E. (2019). Foreign direct investments from emerging markets: The push-pull effects of sovereign credit ratings. *International Review of Financial Analysis*, 61, 110-125. Disponible en: <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2018.10.006>



Chen, S. S., Chen, H. Y., Chang, C. C., & Yang, S. L. (2013). How do sovereign credit rating changes affect private investment? *Journal of Banking & Finance*, 37(12), 4820-4833.

Chen, S.-S., Chen, H.-Y., Chang, C.-C., & Yang, S.-L. (2015). The relation between sovereign credit rating revisions and economic growth. *Journal of Banking & Finance*, 64, 90–100. Disponible en: doi.org/10.1016/j.jbankfin.2015.10.012

De, S., Mohapatra, S., & Ratha, D. (2020). Sovereign Credit Ratings, Relative Risk Ratings, and Private Capital Flows. The World Bank. Jaramillo, L. (2010). Determinants of investment grade status in emerging markets. International Monetary Fund.

Jaramillo, L., & Tejada, M. (2011). Sovereign credit ratings and spreads in emerging markets: Does investment grade matter? IMF Working Paper No. 11/44. International Monetary Fund. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=1780802>

Kim, S. J., & Wu, E. (2008). Sovereign credit ratings, capital flows and financial sector development in emerging markets. *Emerging markets review*, 9(1), 17-39.

Sánchez, E. (2013). Grado de inversión y flujos de inversión directa extranjera a economías emergentes. Documentos de Trabajo, 10-2013.