

Nota Técnica N° 9J

*Incumplimiento del Pago de
Deudas*

Enero 2007

Proyecto de Asistencia al Poder Judicial de la Nación
en Temas Financieros

1. Introducción

La presente Nota Técnica refleja parte del contenido presentado en el Sexto Seminario Técnico en Temas Financieros para el Poder Judicial que lleva adelante el Centro para la Estabilidad Financiera con el apoyo de la Red Federal de Capacitación de la Justicia Argentina y auspiciado por el Foreign & Commonwealth Office del Reino Unido y la Tinker Foundation de los Estados Unidos.. El tópico del Seminario fue “El Proceso de Renegociación de la Deuda Externa”, llevada a cabo el día 13 de septiembre de 2006 y contó con la presencia de Daniel Marx, Leandro Madcur y Diana Mondino¹.

2. *Default: Definiciones.*

El concepto de *default* se refiere al evento de no cumplimiento de las obligaciones contractuales en materia de deuda pendiente de pago. En especial, se dice que un documento entra en *default* por cualquiera de las siguientes razones:

- Se cae en incumplimiento de pago, en tiempo y forma, de una obligación financiera contraída en el pasado.
- Se realiza un canje forzoso o compulsivo.
- Se solicita la quiebra o la bancarrota del deudor.

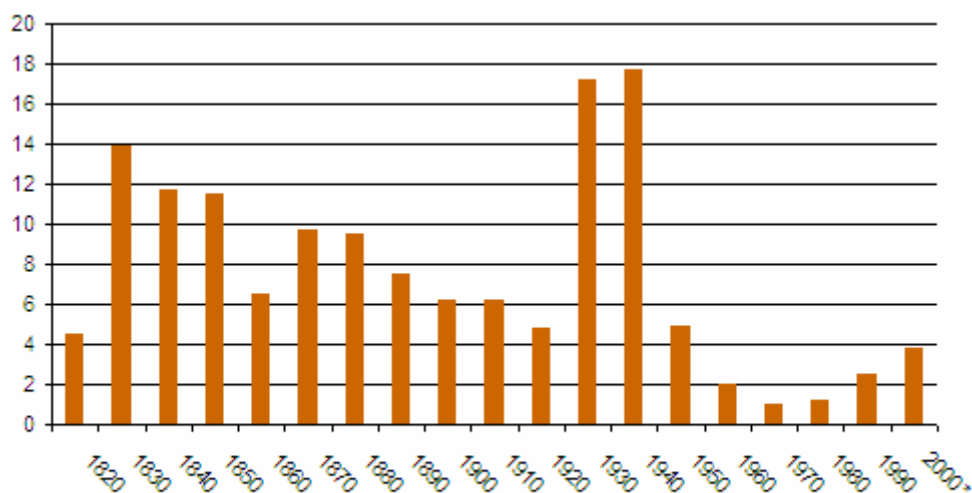
La definición anterior descansa en lo que se conoce como *pacta sunt servanda*, un proverbio común que señala que “lo pactado debe ser cumplido”. Así, todo aquello que se haya acordado en el pasado debe ser fielmente cumplido por ambas partes. Que los pactos deben ser cumplidos, constituye un principio básico y elemental del derecho civil en relación, en nuestro caso, a los contratos financieros.

3. Deuda en *Default: Evolución*

Conviene comenzar presentando la evolución de la deuda en *default*. En primer lugar, como muestra el siguiente gráfico, el promedio anual en cada década de bonos soberanos en moneda extranjera que entraron en cesación de pagos, es notoriamente menor en los últimos cincuenta años que durante el siglo XIX, y mucho menor que durante la crisis financiera mundial de 1930. No obstante, en las dos últimas décadas se ha ido incrementando rápidamente:

¹ Los datos estadísticos utilizados aquí corresponden a la presentación de Diana Mondino.
Av. Corrientes 753 Piso 1
Buenos Aires (Argentina) C1043AAH
Tel/Fax. (54-11) 4328-7280
www.cefargentina.org

Gráfico 1: Bonos soberanos en *default* expresados en moneda extranjera. Promedio mundial anual de la década.

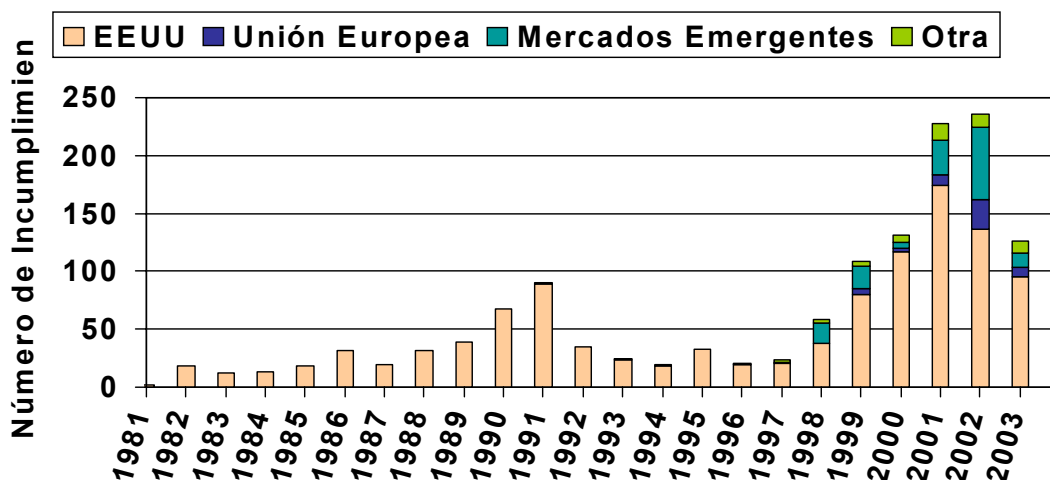


Source: Debt Cycles in the World Economy (Westview Press, 1992), and Standard & Poor's.

Fuente: Debt Cycles in the World Economy y Standard & Poor's

Si inspeccionamos los *defaults* declarados por países y regiones, como en el próximo gráfico, notamos que los países emergentes empezaron a ganar proporción sobre el total *default* desde la crisis rusa, desde entonces ocupan una porción no despreciable del total².

Gráfico 2: Evolución de la deuda en *default* por región. Cantidad Anual.



Fuente: Performance de las Calificaciones de S&P en 2003

² Igualmente debemos tomar con precaución a estos datos debido a que son muy sensibles a las características de cómo se llevo a cabo la medición en base a la metodología y a la disponibilidad de los datos.

4. *Ratings: Determinantes macroeconómicos.*

En esta sección vamos a tratar la relación entre las variables macroeconómicas y los *ratings* de Standard & Poors (S&P). No obstante comenzaremos con algunas nociones generales del uso de los *ratings* de deuda.

Para comenzar, el hecho de contar con una medida de la calidad crediticia de un papel de deuda, hace a la existencia de los *ratings*. Los *ratings* se fundan en la información estadística de la firma, en su condición financiera así también como la factibilidad que tiene la misma para honrar los montos adelantados por el acreedor más el valor de los intereses.

En otro sentido, el fundamento de la existencia de las agencias de *ratings* es que ellas traen beneficios a las dos partes del contrato financiero. Por un lado, el deudor revela su información al mercado, lo cual de otra manera estaría oculta pudiendo afectar no sólo al costo de la deuda sino también a la propia posibilidad de obtención del financiamiento. Además, la revelación de la información no es directamente, sino que las agencias de *ratings* sólo revelan un índice que captura la información sin la necesidad de completar todos los detalles de la información. De esta manera, se mejora la lectura de la calidad crediticia de la empresa. Por otro lado, el *rating* tiene valor, porque el precio de la deuda esta determinado, en parte, por el *rating* debido a que su precio reacciona a esta información³⁴.

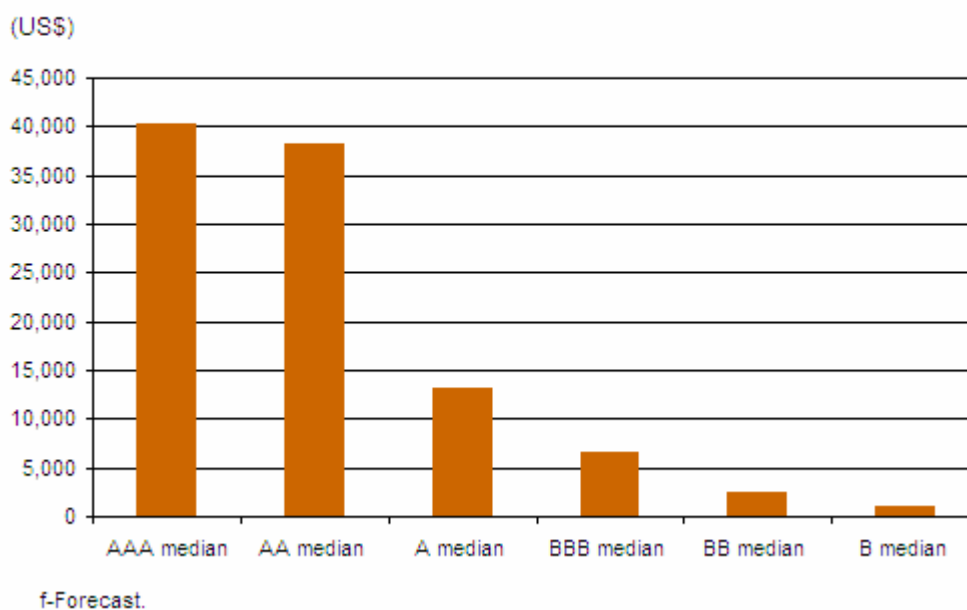
Comenzaremos ahora por inspeccionar algunas variables económicas aglomeradas por *rating* crediticio. En este, sentido presentamos los siguientes gráficos:

³ El efecto de mejorar la calidad crediticia, mediante el anuncio de un mejor *rating* al esperado, resulta más beneficioso, en el margen, para las empresas más apalancadas.

⁴ Por supuesto hay otros factores que impactan en el costo de la deuda. Por ejemplo, está mostrado que las leyes de quiebras afectan la sensibilidad del precio de la deuda a cambios en el valor de la firma y de la tasa de interés.

Gráfico 3: Producto per cápita según la mediana de países con distintas calificaciones de deuda. Año 2005. Dólares

2005f



Fuente: Performance de las Calificaciones de S&P en 2003

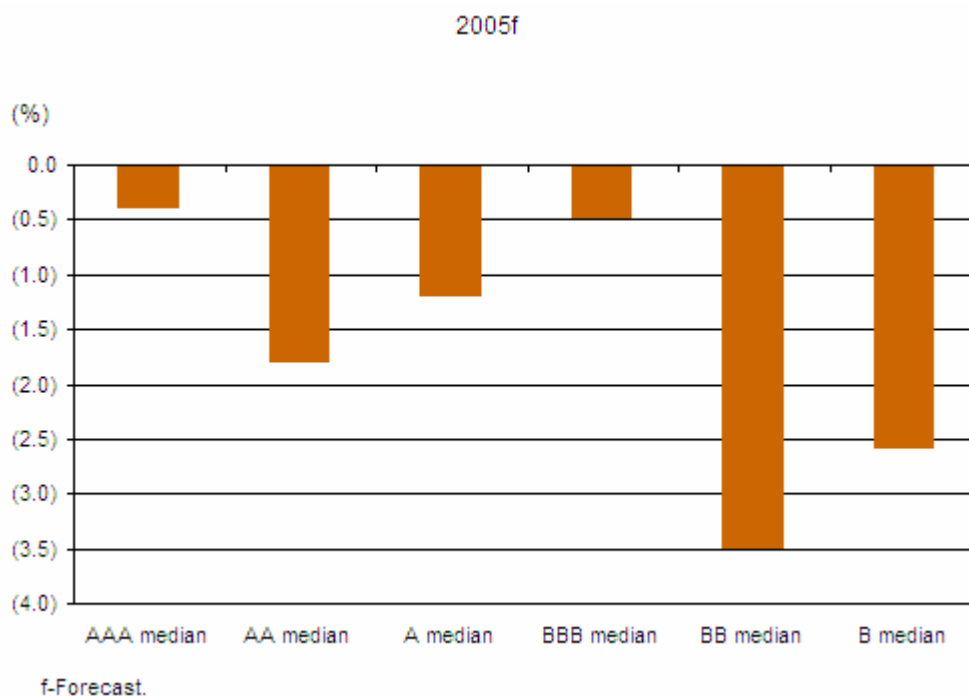
Respecto al producto per cápita, vemos para el país correspondiente a la mediana de los de la clase que gozan de mayor calificación, o mejor calidad crediticia a la luz del índice para los inversores, también tienen el mayor producto bruto por habitante⁵.

Si observamos, a continuación, el resultado del balance del Gobierno como porcentaje del producto, notamos que los países correspondientes a la mediana de los de la clase B y BB de rating, se ubican entre los países con mayor déficit fiscal⁶.

⁵ El país mediano es aquel país que, ordenados de menor a mayor en función de su producto per cápita, en cada cohorte de *rating*, deja la mitad de los países a la izquierda de su distribución (condicional) y la mitad a la derecha.

⁶ Notar que el signo entre paréntesis es negativo.

Gráfico 4: Balance del Gobierno como porcentaje del producto según la mediana de países con distintas calificaciones de deuda. Año 2005.



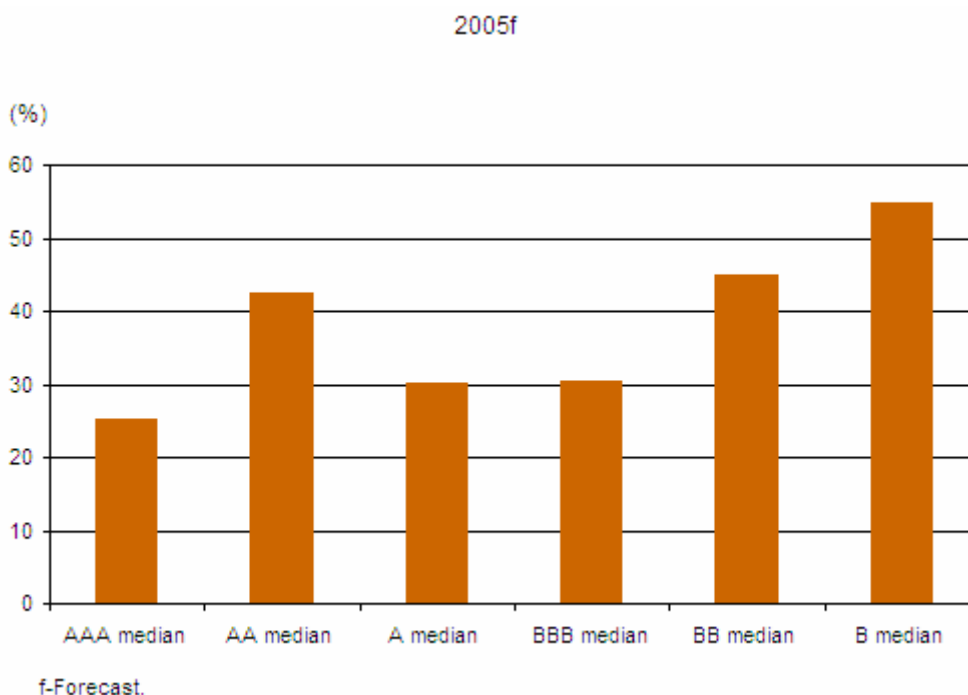
Fuente: Performance de las Calificaciones de S&P en 2003

Un deterioro de las cuentas del Gobierno está relacionado con bajas calificaciones.

Resulta interesante observar la relación existente entre el endeudamiento neto del Gobierno como porcentaje del producto. Este tipo de relación nos permite evidenciar cuán importante es la carga de la deuda del gobierno en relación a la calificación del país mediano⁷. Esto lo vemos a continuación:

⁷ En relación al Gobierno, otro hecho también reportado por un estudio, es que la calidad crediticia de la deuda del Gobierno cae debido al aumento del valor de la deuda per cápita del Estado.

Gráfico 5: Deuda Neta del Gobierno como porcentaje del producto según la mediana de países con distintas calificaciones de deuda. Año 2005.

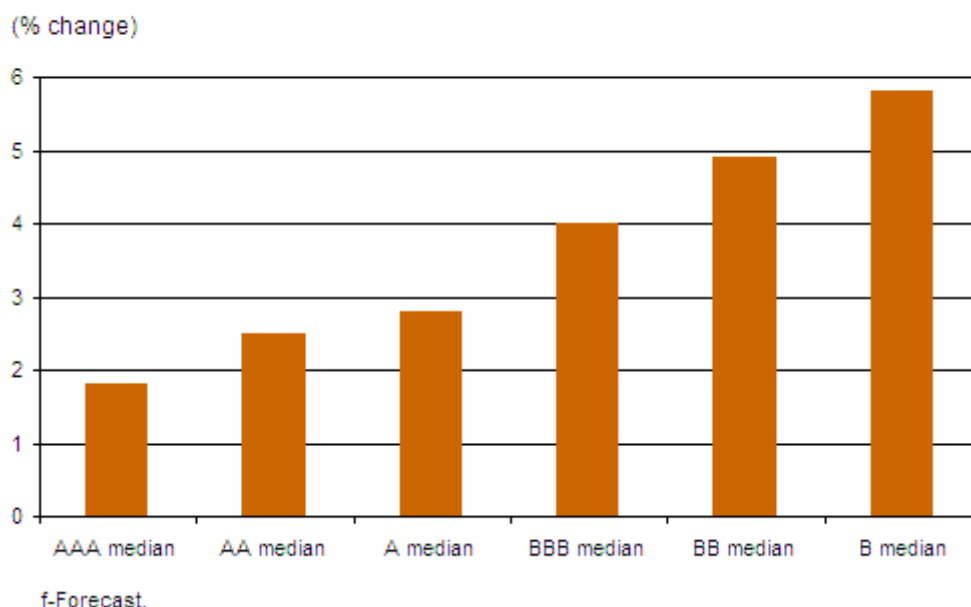


Fuente: Performance de las Calificaciones de S&P en 2003

Una vez más, los países con mayor endeudamiento del Gobierno, están dentro de los grupos con menores calificaciones crediticias. No obstante, no podemos arribar por este medio a una conclusión sobre la dirección de la causalidad entre estos dos fenómenos.

Otro aspecto de debilidad macroeconómica es el referido al aumento continuo de los precios, es decir la inflación. A continuación presentamos, el cambio porcentual en los precios según estratos crediticios.

Gráfico 6: Inflación según la mediana de países con distintas calificaciones de deuda.
Año 2005.
2005f

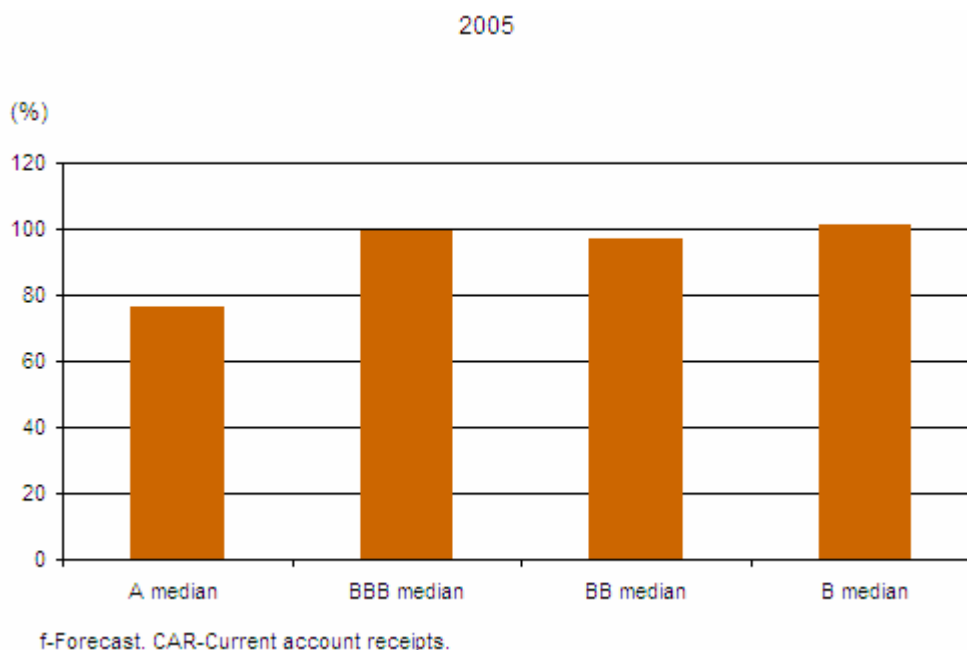


Fuente: Performance de las Calificaciones de S&P en 2003

Nuevamente, los países con mayor ritmo de crecimiento en los precios son aquellos que sufren calificaciones más bajas de acuerdo a la factibilidad de cumplimiento de sus contratos financieros.

Los últimos dos gráficos de esta batería de variables macroeconómicas, hacen referencia a la capacidad de pago del país ubicado sobre la mediana de su distribución condicional. El bruto de las necesidades financieras por deudas contraídas en el exterior como porcentaje del resultado de la cuenta corriente y de las reservas usables, es presentado a continuación.

Gráfico 7: Endeudamiento bruto externo como porcentaje del resultado de la cuenta corriente y las reservas según la mediana de países con distintas calificaciones de deuda. Año.2005

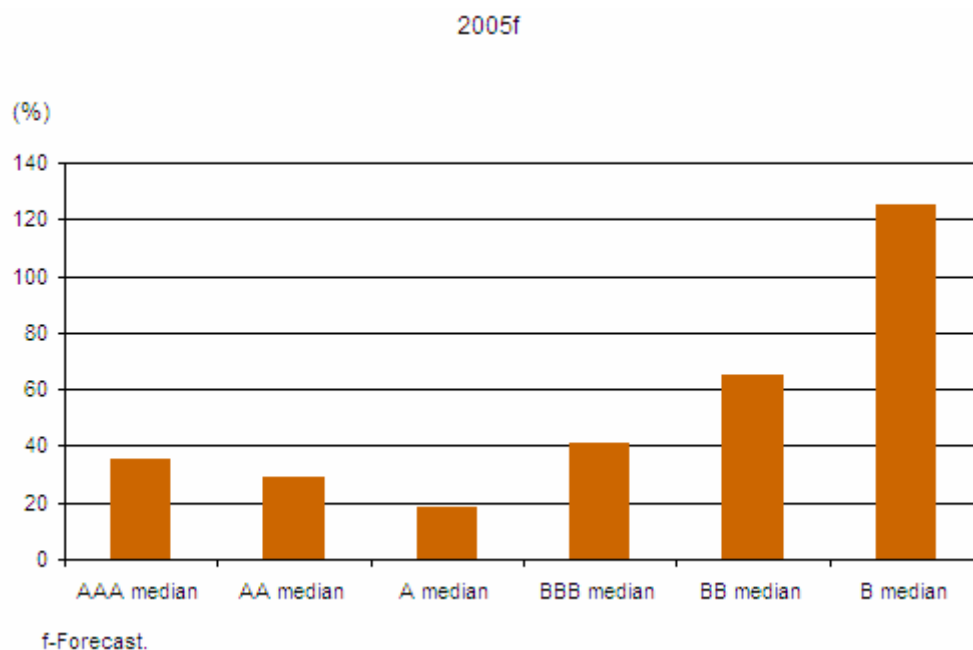


Fuente: Performance de las Calificaciones de S&P en 2003

En él vemos, que no se observa un patrón definido en este caso, debido posiblemente al uso eficiente de los mercados de créditos en este sentido.

No obstante, la inspección de otro indicador importante en relación a este tópico (el total de deuda del sector público como porcentaje del resultado de la cuenta corriente), muestra un claro indicio de que la posible escasez de fondos, o la no potencialidad para poder captarlo, impacta en su calificación crediticia, aunque no sepamos nada acerca de la causalidad de los eventos.

Gráfico 8: Deuda externa del sector público como porcentaje del resultado de la cuenta corriente según la mediana de países con distintas calificaciones de deuda. Año 2005

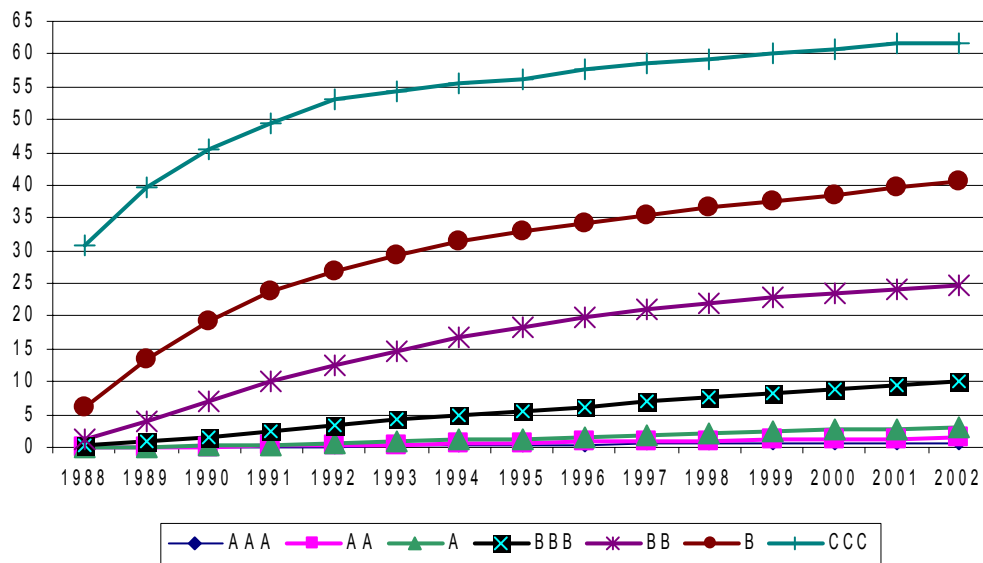


Fuente: Performance de las Calificaciones de S&P en 2003

5. Default: Análisis por grupos

Llegado el punto, es conveniente preguntarse que grado de relación existe entre las calificaciones y la cesación de pago de las obligaciones. Para el período 1988-2003, a continuación presentamos las tasas acumuladas de *default* en relación a las calificaciones, es decir veremos las *performance* de las calificaciones como medida de la calidad de la deuda.

Gráfico 9: Tasas acumuladas de *default* en relación a las calificaciones. 1988-2003



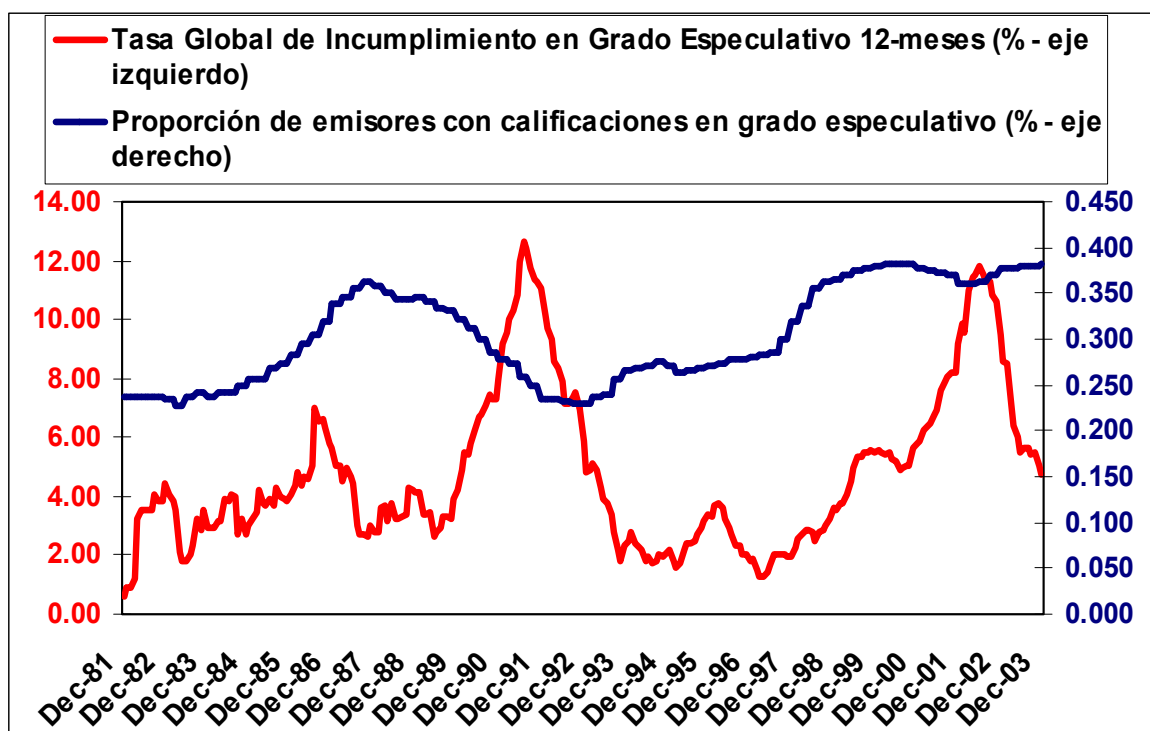
Fuente: S&P

Aquellas deudas que fueron rotuladas con menores calificaciones resultan ser las menos solventes a la hora de cumplir con los compromisos de flujo de pagos acordado entre las partes. Por otro lado, si bien dicho porcentaje ha venido creciendo, puede notarse una reducción en su ritmo, aunque no es feliz la evolución la factibilidad del repago para las calificaciones CCC, BB y B, las cuales presentan una tendencia de largo plazo mayor al resto.

Cabe mencionar que un análisis estadístico ex post de la emisión, admite que la calificación no tiene influencia alguna sobre el valor de la firma, que justamente podía ayudar a solventar la deuda a tiempo. En cambio, este fenómeno actúa a través de que una calificación mayor a la esperada, se vea reflejado en el precio pagado por los papeles de deuda.

Otro gráfico informativo acerca de la relación entre calificaciones y *default*, es disponer las series de la proporción de emisiones con baja calificación en el total, y la tasa de incumplimiento de aquellas emisiones en grado especulativo de los últimos doce meses.

Gráfico 10: Tasas de incumplimiento en grado especulativo y porcentaje de emisiones de la misma clase. Dic 1981- Dic 2003.

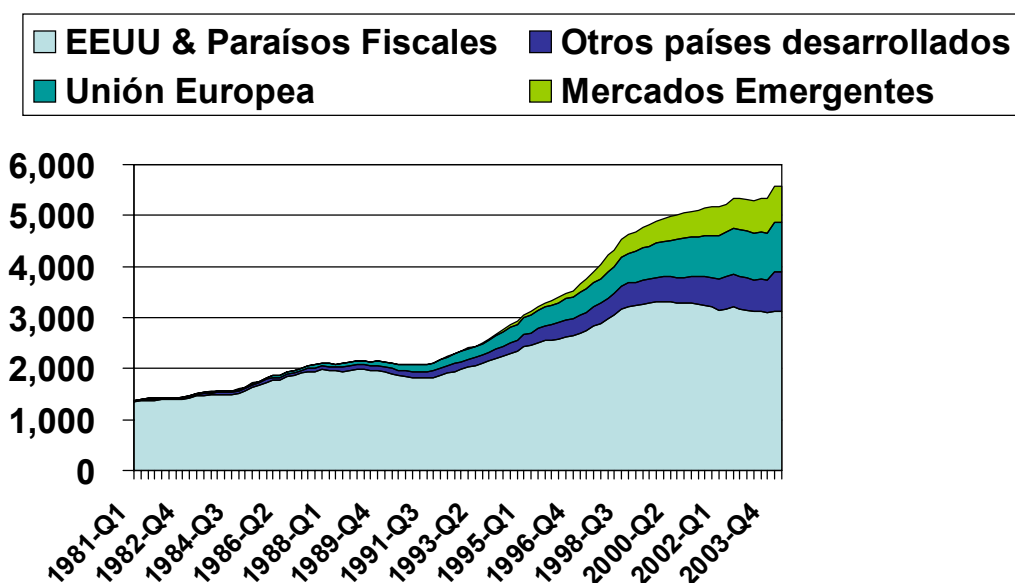


Fuente: S&P

Como podemos observar que, en épocas de alto incumplimiento de este tipo de deuda calificada, las emisiones del mismo tipo se reducen. En particular, este hecho se observa con claridad en los primeros años de la década de los '90. No obstante, no ocurre una evidencia tan clara hacia los primeros años de la presente, donde se observa un alto porcentaje de incumplimiento junto con una pequeña reducción de las emisiones de este tipo.

En contraposición, los emisores de deuda con buena calificación, aquella altamente probable de ser repagada (*investment grade*), son en gran proporción de residentes en Estados Unidos o en aquellos países denominados paraísos fiscales. No obstante, como vemos en el gráfico de abajo, ha ido aumentando la proporción de los países denominados emergentes en los últimos años.

Gráfico 11: Emisores calificados por región geográfica. 1981- 2003

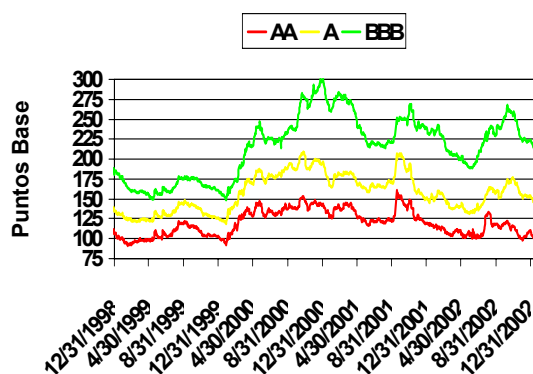


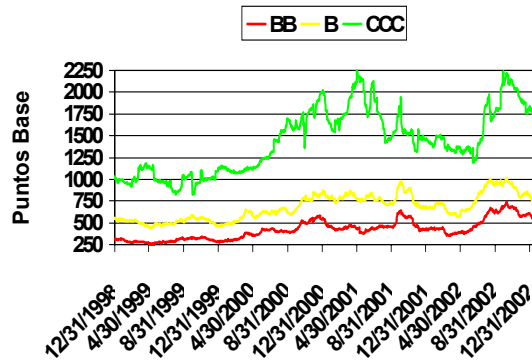
Fuente: CreditPro

Como mencionamos en el párrafo anterior, *investment grade* se refiere a aquellas emisiones con buenas calificaciones. Un estudio empírico, señala que un título de deuda sea vista como *investment grade* depende positivamente del tamaño de la firma y sus beneficios e inversamente de su nivel de apalancamiento y de la inestabilidad de las ganancias.

Para inspeccionar los *spreads*, en puntos básicos, que tienen las emisiones *investment grade* en comparación con aquellas realizadas por los de *below investment grade* (o bonos chatarra - *Junk Bonds*), a continuación presentamos dos gráficos.

Gráfico 12: *Spreads* según calificaciones de las emisiones. 1998-2002



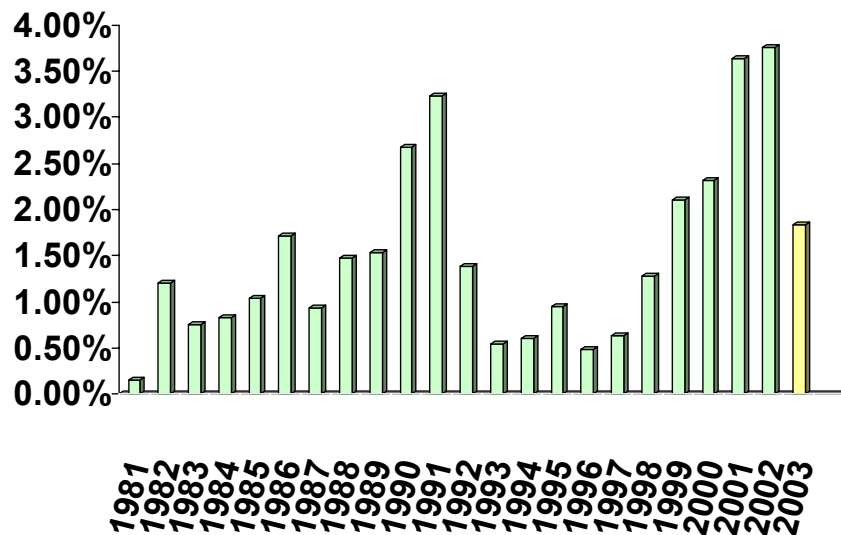


Fuente: S&P

Podemos observar que mientras los *spread* de los *investment grade* promedia los 120 puntos básicos para las AA, es de 157 para los calificados A y 215 para los BBB. Por otro lado, los *junk bonds* relatan un promedio de 420, 680, 1435 puntos básicos para los calificados con BB, B y CCC, respectivamente.

Para finalizar, vamos a centrarnos en la deuda corporativa en *default*. Un punto interesante es visualizar la tasa de *default* corporativo como porcentaje de las emisiones vigentes. Como vemos abajo, dicha tasa se ha incrementado a un ritmo notable desde el comienzo de la década, aunque cae hacia 2003 ubicándose por debajo del promedio de los últimos cinco años.

Gráfico 13: Default corporativo como porcentaje de las emisiones vigentes. 1981-2003



Fuente: Performance de las Calificaciones de S&P en 2003

Justamente, en términos nominales, el monto total de deuda corporativa en *default* se elevó, en 2002, a más de 190 mil millones de dólares respecto de poco más de los 5 mil millones diez años atrás.

Además, dicho valor es mucho mayor comparado con el del año 2000, donde llegó a ser 43 mil millones, es decir una variación mayor al 340%. No obstante, en este período ocurrieron sucesos muy importantes de *default* de deuda, como WorldCom Inc por 34 mil millones de dólares y Enron Corp. De otros 13 mil millones.

En este sentido, podemos desagregar la tasa de *default* promedio del período 1981-2003 por sectores. Ello lo presentamos a continuación:

Tabla 1: Default por industria. Promedio 1981-2003

Industria	Tasa de Default (%)
Telecomunicaciones	4.44
Entretenimiento / Medios de Comunicación	3.37
Sector de Consumo / Servicios	2.78
Aerospacial / Automotriz / Bienes de Capital / Metalúrgica	2.75
Transporte	2.29
Explotación Forestal / Productos de Construcción / Desarrolladores de Vivienda	2.23
Energía y Recursos Naturales	2.15
Alta Tecnología / Computadoras / Equipamiento de Oficinas	1.99
Salud / Productos Químicos	1.73
Instituciones Financieras	0.66
Empresas de Servicios Públicos	0.59
Bienes Raíces	0.46
Seguros	0.42

Fuente: Performance de las Calificaciones de S&P en 2003

El sector de Telecomunicaciones se presentó como el más insolvente en cuestión de cumplimiento de sus obligaciones financieras, anotando una tasa de *default* del 4.44%, seguido por el sector de Entretenimiento/Medios de comunicación (3.37%) y del sector de Consumo con un 2.78%. En el otro extremo, los sectores más comprometidos con el repago de sus flujos de deudas, emanados de contratos financieros celebrados con anterioridad, fueron el sector de Seguros, de Bienes Raíces y de las *Utilities*.

Referencias:

- Acharya, V. y Carpenter, J. (2002). "Corporate Bond Valuation and Hedging with Stochastic Interest Rate and Endogenous Bankruptcy". The Review of Financial Studies. Vol 5, N5.
- Johnson, G.(1999). "State Government Credit Quality: Down but Not Out!". Public Administration Review.
- Kliger, D. y Varig, O. (2000). "The information Value of Bond Rating". The Journal of Finance. Vol 55.N6.
- Pogue, T. y Soldofsky, R. (1969). "What's in a Bond Rating?". The Journal of Financial and Quantitative Análisis. Vol 4.N2.
- S&P (2003). "Performance de las Calificaciones de S&P".S&P.