



Revista Finanzas y Negocios
ISSN L 2710-7817
Volumen 4 N°3: 9-28
Septiembre-Diciembre, 2024
Panamá

Relación entre los bonos soberanos panameños y la tasa de ganancia bancaria en el contexto del riesgo país.

Relationship between panamanian sovereign bonds and banking profit in the context of country risk.

Emilio José Harari López

Docente de la Universidad de Panamá Centro Regional Universitario de Coclé y estudiante de la Maestría en Finanzas Corporativa y Riesgo en Universidad UNIDOS

 <https://orcid.org/0009-0009-7294-8558>  emilio.harari@up.ac.pa

Fecha de Recepción: 16/08/2024

Fecha de Aceptación: 30/08/2024

Resumen

El presente estudio analiza la relación entre los bonos soberanos panameños y la tasa de ganancia bancaria en el contexto del riesgo país durante el periodo 2010-2021. A través de un análisis cuantitativo y cualitativo, se examina cómo la calificación de riesgo influye en la estabilidad económica de Panamá y en las ganancias del sector bancario. Los resultados indican que una degradación en la calificación de riesgo aumenta el costo de financiamiento y disminuye la inversión extranjera, afectando negativamente la economía del país. El estudio resalta la importancia de mantener una calificación de riesgo favorable, ya que esta influye directamente en la confianza de los inversionistas y en las condiciones de acceso a los mercados financieros globales. Una calificación alta reduce el costo de la deuda y facilita la entrada de inversión extranjera directa, crucial para un crecimiento económico sostenido. Por el contrario, una degradación puede desencadenar efectos adversos como la fuga de capitales, depreciación de la moneda local y aumento de la inflación. La investigación se fundamenta en entrevistas a expertos y en una revisión exhaustiva de literatura relevante. Se utilizaron metodologías que

incluyen el análisis estadístico de datos financieros y el estudio de casos comparativos. Las entrevistas con economistas y financistas brindaron una perspectiva profunda sobre los factores que influyen en la calificación de riesgo y las estrategias efectivas para su mantenimiento. Entre las conclusiones principales, se destaca la necesidad de políticas fiscales prudentes, diversificación económica y mejora en la transparencia gubernamental. Las experiencias de otros países subrayan la importancia de estas estrategias para asegurar una economía estable y resiliente frente a posibles crisis financieras.

Palabras clave: calificación de riesgo, bonos soberanos, riesgo país, estabilidad económica, Panamá.

Abstract

This study analyzes the relationship between Panamanian sovereign bonds and the banking profit rate in the context of country risk during the period 2010-2021. Through both quantitative and qualitative analysis, the research examines how risk ratings influence Panama's economic stability and the profits of the banking sector. The results indicate that a downgrade in the risk rating increases financing costs and reduces foreign investment, negatively impacting the country's economy. Comparisons are drawn with other countries that have experienced similar situations, and strategic measures are proposed to mitigate risks and strengthen economic stability. The study highlights the importance of maintaining a favorable risk rating, as it directly influences investor confidence and access conditions to global financial markets. A high rating reduces debt costs and facilitates the inflow of foreign direct investment, crucial for sustained economic growth. On the other hand, a downgrade can trigger adverse effects such as capital flight, depreciation of the local currency, and rising inflation. The research is based on expert interviews and a comprehensive review of relevant literature. Methodologies included the statistical analysis of financial data and comparative case studies. Interviews with economists and financiers provided in-depth insights into the factors that influence risk ratings and effective strategies for maintaining them. Among the main conclusions, the study underscores the need for prudent fiscal policies, economic diversification, and improvements in government transparency. The experiences of other countries emphasize the importance of these strategies to ensure a stable and resilient economy in the face of potential financial crises.

Keywords: risk rating, sovereign bonds, country risk, economic stability, Panama.

1. Introducción

Durante la última década, el denominado éxito de la dolarización panameña, ha sido tema de interés, entre diversos especialistas. Este modelo particular donde a falta de un Banco Central, instrumento considerado por diversos autores como indispensable para manejar la política monetaria, el Estado ha podido lograr recuperación y crecimiento económico, desde principios de los años noventa, cuando inicia el período democrático en este país. En gran parte debido al soporte que otorga el Sistema Bancario, haciendo aportes importantes mediante el crédito ofertado a consumidores, comercios y Estado. Sin embargo, las necesidades de financiamiento de este último agente, han propiciado la búsqueda de mejores condiciones en el mercado financiero internacional. Particularmente, con la emisión de bonos soberanos. Su uso y administración han sido fundamentales como palanca financiera, apuntalando la ejecución de proyectos de inversión y déficits de funcionamiento a nivel presupuestario.

Por lo que, este trabajo realiza en principio un análisis descriptivo, con base a la opinión de expertos en la materia, sobre su comportamiento desde el 2010 hasta el 2021, en ocasión del riesgo soberano que representa para nuestro país, su dependencia como una fuente muy importante de recursos financieros, y algunas otras consideraciones que pudieran repercutir sobre la actividad financiera de corporaciones y negocios del sector privado, derivadas de la posible pérdida del grado de inversión, como lo sería el costo del dinero, en trámites crediticios, reflejado en las tasas de interés de nuestro Centro Bancario y sus consecuencias sobre la tasa de ganancia de los bancos. Para este último aspecto, presentaremos un análisis cuantitativo con cálculos que demuestren el nivel de relación entre el Emerging Markets Bonds Index (EMBI) o Indicador de Bonos de Mercados Emergentes, normalmente utilizado para medir el riesgo soberano y la tasa de ganancia bancaria, que se reporta en las cartas bancarias correspondientes al período que abarca nuestro estudio.

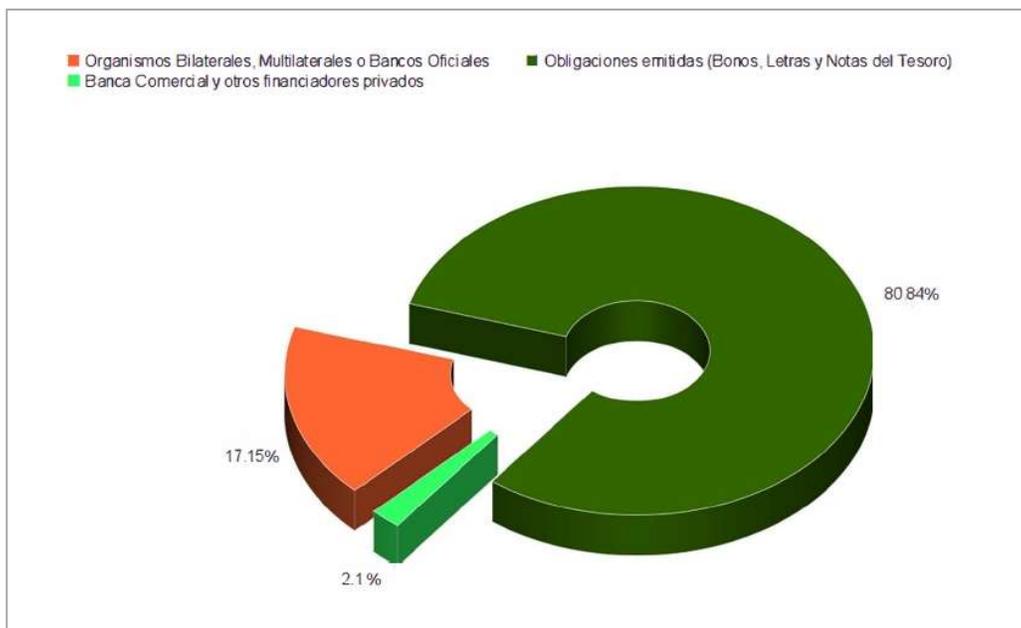
Consideramos que este es un tema de gran relevancia actualmente, ya que el desempeño de los bonos soberanos panameños tiene un impacto directo en nuestra economía. Por lo que la reciente rebaja en la calificación, donde se pierde el grado de inversión, es un tema de interés en la comunidad local e internacional de inversionistas. Debido a que, el comportamiento de estos bonos soberanos, así como el de diferentes instrumentos financieros está ligado con la calificación de riesgo país, y sobre esta relación no hay muchas referencias de otras investigaciones similares, a nivel local.

2. Desarrollo

La política económica de un país está cimentada por tres vértices: la política monetaria, fiscal y comercial. En este documento nos ubicaremos en la primera. Esta se ocupa de administrar todo lo referente a la masa monetaria o cantidad de dinero circulante en la economía. Para ello, emplea como gran instrumento al Banco Central; sin embargo, como sabemos nuestro país es una de las primeras economías que maneja el dólar americano como moneda de curso legal, por lo que consecuentemente funciona sin poder imprimir dinero.

Los dólares entran a la economía principalmente por el desarrollo de actividades de servicios dadas en el ámbito financiero, turístico, comercial (exportaciones), logístico y de zonas francas. Sin dejar de lado al Canal de Panamá y más reciente la explotación minera (actualmente suspendida). Sin embargo, cuando la oferta monetaria se ve diezmada en el Ciclo Real de la Economía, por la baja actividad generada en los rubros señalados, al Estado solo le queda una forma de compensar los dólares faltantes, esto es mediante Deuda (Moreno - Villalaz & Zelmanovitz, 2015). Esta particular forma de administrar la economía, sienta sus antecedentes casi desde la creación de la República en 1904, con el Convenio Taft-Arias, Morales (INEC, 2014).

Gráfica 1. Deuda del Estado Panameño para 2021



Fuente: Elaborado por los autores con datos de la Dirección de Financiamiento Público – MEF Panamá.

La Deuda del Estado panameño se puede desglosar así: El 17.15 % de la deuda nacional pertenece a entidades oficiales tales como Organismos Bilaterales, Multilaterales o Bancos Oficiales, mientras que el 80.84 % son obligaciones emitidas en forma de Bonos, Letras y Notas del Tesoro, el restante 2,1 % se sitúa en manos de la Banca Comercial y otros financiadores privados, tal como se aprecia arriba en la Gráfica N°1. (Dirección de Financiamiento Público - MEF Panamá, 2021).

Y es que, las decisiones financieras pueden dividirse en dos principalmente: decisiones de inversión y decisiones de financiamiento. Funcionan exactamente igual como la cara de una moneda, una es el contrario a la otra. Es decir, cuando alguien invierte o presta dinero, es porque otro necesita o pide prestado. Sin embargo, existe una corriente de pensamiento que incluye una tercera decisión, que incluye el riesgo implícito en las anteriores como otra clasificación (Merton & Venegas-Martínez, 2021).

A fin de nuestro estudio debemos considerar, además, que quiénes toman estas decisiones pueden ser: personas, empresas y estados. De los cuales nos concentraremos en los dos últimos, que están representados por el respectivo Gobierno Soberano de cada país, para nuestro caso el panameño y el Centro Bancario, respectivamente. Ahora bien, ¿cómo se concretan estas decisiones? Pues lo hacen, mediante contrato entre partes, donde este se basa, en una compra-venta del producto financiero. Estos son normalmente conocidos como instrumentos financieros, que pueden ser préstamos, acciones, bonos, entre otros. Todos en cumplimiento de tres características fundamentales: liquidez, rentabilidad y riesgo (Pinilla, 2021).

Por otro lado, la diferencia fundamental entre ellos es que los bonos son el único instrumento donde el emisor, es decir; el deudor tiene la oportunidad de establecer las condiciones del contrato: monto, interés, frecuencia de pago, plazo y moneda. De allí, que sean más atractivos para los deudores, pues no estarán sometidos a los requisitos del inversionista (Del Río Arreluce, 2021).

De lo anterior se entiende entonces que la deuda del Gobierno de un país o estado, se conoce como deuda gubernamental o soberana. Y si esa deuda está contratada mediante instrumentos financieros en forma bonos, bien pueden denominarse entonces como “Bonos Gubernamentales o Soberanos” (Gomero González & Masuda Toyofuko, 2014).

Los bonos soberanos, como todo instrumento financiero, responden a las características del mercado. Es decir, alguien recibe recursos, porque otro los presta (invierte) facilitando la oferta y demanda. Un elemento para considerar es que los Bonos Soberanos Panameños, han mantenido, por mucho tiempo, el interés de los inversionistas en los mercados financieros. Esto puede deberse de alguna manera a la calificación obtenida en mayo de 2010 como grado de inversión (Redacción Digital de la Estrella, 2010). Sin embargo, desde ese momento hasta la fecha, distintas coyunturas incluyendo la pasada pandemia por COVID-19 han debilitado nuestra evaluación de riesgo. Acercándonos cada vez más a una posible pérdida o

baja de la calificación del grado de inversión. Es por esto, que consideramos de importancia analizar el comportamiento de dichos instrumentos financieros y su relación de riesgo medida en el EMBI con la tasa de ganancia del Centro Bancario.

La República de Panamá emite bonos que se comercializan en la Bolsa de Valores de Luxemburgo, bajo el nombre de “Bonos Globales”. Hasta el año 2021, existían dieciséis emisiones activas con vencimientos que contemplan plazos hasta el 2060, en algún caso.¹ A continuación, presentamos la Tabla 1 con los detalles de las emisiones:

Tabla 1: Bonos Activos de la República de Panamá para 2021

NOMBRE	CUPÓN	FECHA DE EMISIÓN	FECHA DE VENCIMIENTO	SALDO (En Millones)		PRECIO DE EMISIÓN	PRECIO ACTUAL	RENDIMIENTO ACTUAL
				USD	JPY			
MERCADO INTERNACIONAL								
Bono Global 2023	9.38%	03/12/2002	16/01/2023	138.90	0.00	98.86	110.94	0.76%
Bono Global 2024	4.00%	15/09/2014	22/09/2024	837.08	0.00	99.28	107.38	1.37%
Bono Global 2025	3.75%	16/03/2015	16/03/2025	1,250.00	0.00	98.86	107.37	1.54%
Bono Global 2026	7.12%	29/11/2005	29/01/2026	980.00	0.00	98.19	122.31	1.73%
Bono Global 2027	8.88%	26/09/1997	30/09/2027	975.00	0.00	99.58	136.36	2.33%
Bono Global 2028	3.88%	11/03/2016	17/03/2028	1,253.99	0.00	99.02	108.50	2.44%
Bono Global 2029	9.38%	31/03/1999	01/04/2029	951.42	0.00	99.92	145.55	2.63%
Bono Global 2030	3.16%	17/07/2019	23/01/2030	1,550.00	0.00	99.98	102.96	2.76%
Bono Global 2032	2.25%	22/09/2020	29/09/2032	2,500.00	0.00	100.00	93.82	2.91%
Bono Global 2034	8.12%	28/01/2004	28/04/2034	172.84	0.00	98.64	144.37	3.68%
Bono Global 2036	6.70%	26/01/2006	26/01/2036	2,033.89	0.00	103.38	132.73	3.73%
Bono Global 2047	4.50%	04/05/2017	15/05/2047	1,168.29	0.00	99.76	108.79	3.95%
Bono Global 2050	4.50%	16/04/2018	16/04/2050	2,500.00	0.00	99.57	108.10	4.02%
Bono Global 2053	4.30%	22/04/2013	29/04/2053	1,750.00	0.00	100.00	105.27	4.00%
Bono Global 2056	4.50%	26/03/2020	01/04/2056	2,500.00	0.00	100.00	108.34	4.05%
Bono Global 2060	3.87%	17/07/2019	23/07/2060	2,950.00	0.00	99.94	97.39	4.00%

Fuente: MEF Panamá

Antes de adentrarnos a explicar sobre cómo se califican los bonos soberanos, consideramos pertinente aclarar algunas particularidades entorno al riesgo país y el riesgo soberano. Y es que más allá, de la relevancia, vigencia y sin número de explicaciones de los propios conceptos, existe todavía un sector de la academia que

¹ Véase las emisiones de la República de Panamá en la Bolsa de Valores de Luxemburgo en el sitio: <https://www.bourse.lu/issuer-securities/Panama/28520>

los considera similares (Morales & Tuesta, 1998). Así se percibe en las pasadas opinión de Hefferman (2012), para quien estos riesgos son sinónimos. De forma consistente con esta falta de consenso (si son iguales o no), se han publicado diversas metodologías para calcularlos, las cuales abarcan tanto variables cualitativas como cuantitativas.

El término riesgo país no es nuevo, ya desde la década de los setenta el economista Harberger de la Universidad de Chicago trabajó el concepto con relación a los préstamos internacionales (Avila, 2000). Este riesgo, es considerado como un riesgo total, en gran parte de la literatura financiera. Por lo tanto, puede ser útil que sea entendido como un riesgo requerido o “hurdle rate”. En ese sentido, puede interpretarse que el riesgo país refleja la probabilidad de incumplimiento de este. Incluyendo dentro de él, la parte del sector privado. Esa probabilidad fue madurada, hace algunos años, en los modelos de costo de capital. Calculando una prima por incumplimiento e incluso su desviación o “country default spread” (Ruíz Barrezueta, 2021).

Algunos autores consideran que esta prima es una aproximación del riesgo político (Bodnar & et al, 2003). Estos modelos pueden llegar a ser muy complejos desde la óptica cuantitativa, por lo que, en aras de su entendimiento, muchas veces se interpretan como la diferencia entre el rendimiento ofrecido en dólares de un bono del país emergente sin garantía y el rendimiento al vencimiento ofrecido por un bono del tesoro de Estados Unidos con la misma duración que la del bono del mercado emergente (Damodaran, 2006). Esta metodología es la que perfecciona JP Morgan y la denomina EMBI, por sus siglas en inglés, que al traducirlas al español sería “Índice de Bonos de Mercados Emergentes”.

Sin embargo, es en este proceso de simplificación metodológica, que percibimos se da origen a la confusión conceptual. Pues en la práctica, muchas veces, para esa explicación se emplean a los instrumentos de deuda del país denominados “Bonos Soberanos”, a los cuales inmediatamente se pueden asociar al riesgo soberano. Es decir, los bonos soberanos son el elemento a evaluar dentro

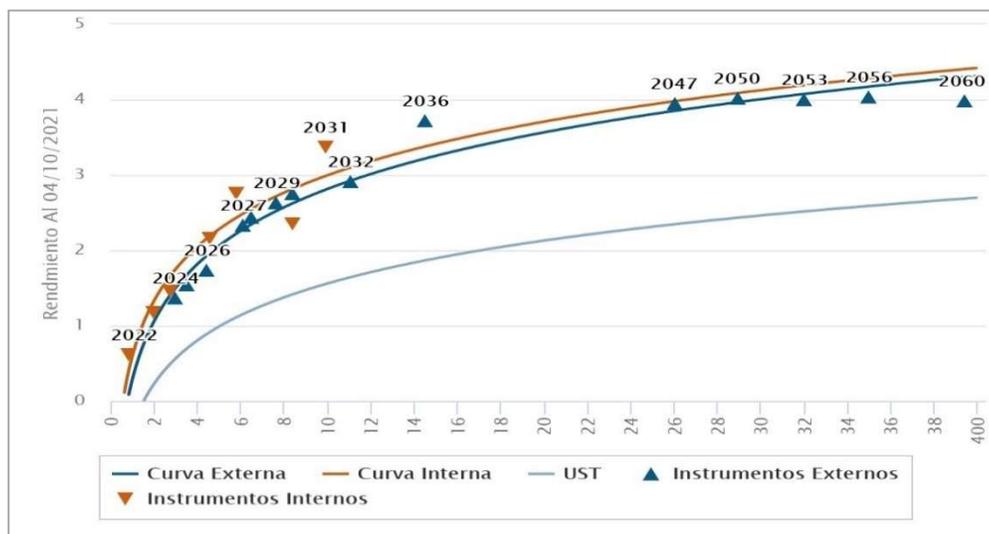
del riesgo país. Más no la única variable en los complejos modelos señalados. Esta interpretación coincide con la de Gande & Parsley (2010), que señalan que el estudio del mercado de bonos de deuda externa sirve como una medida de comparación con las tasas de interés locales, por ejemplo, la diferencia entre el rendimiento de los instrumentos de deuda externa en dólares de un país, y el rendimiento de los bonos del tesoro americano con la misma duración.

Lo anterior, puede ser una causal de porque muchos autores prefieran al tratar el riesgo país, hacerlo desde el enfoque cuantitativo evaluando aspectos solamente financieros, como la capacidad de repago mediante un spread, coeficiente beta o prima de un posible default, pues un enfoque cualitativo conlleva también aspectos económicos y políticos (Lee & Wang, 2021), e incluso en otros casos se consideran aspectos sociales e institucionales (Empresa Actual, 2020). Acorde a lo señalado, cuando nos enfocamos en revisar el concepto de riesgo soberano encontramos que proviene de la suspensión de pagos por parte de un deudor efectivamente autónomo, o como bien plantea el concepto mismo, soberano (Rojas Gómez, 2018). Es decir, se asocia con la capacidad y predisposición de pago de las deudas estatales de un país.

Sin embargo, mientras el spread, o diferencial de riesgo soberano, es medido en puntos básicos, traducidos a porcentajes. Por ejemplo 100 puntos base corresponde a un 1% (Zárate Pesantez, 2013), el riesgo país (que refleja la capacidad de pago del total de deuda de un país, incluida la empresa privada) usa un sistema de calificación cualitativo, basado en letras. Dicha calificación facilita el acceso a los mercados internacionales de capitales, es por eso que muchos gobiernos buscan obtener una evaluación favorable (Didier, Constantino , & Schmukler, 2012).

Se puede observar en la gráfica N°2, la diferencia entre las cotizaciones de los bonos soberanos panameños representados por los datos de la curva de instrumentos externos, en color azul y la curva celeste que representa la cotización de los bonos de Estados Unidos, denominados Letras del Tesoro.

Gráfica 2. Curva de Rendimiento y Rendimiento de Instrumentos Internos y Externos en Panamá (2021)



Fuente: MEF Panamá

Las explicaciones emitidas nos permiten aclarar y distinguir el empleo de ambos conceptos en distintos momentos de nuestro análisis. Siendo así, que al entrevistar a los expertos en la evaluación teórica se hizo referencia al grado de inversión. Mientras que al momento de realizar la demostración cuantitativa de la relación entre el riesgo y las ganancias se utilice el EMBI, o diferencial spread.

Las entidades que emiten sus opiniones sobre la calificación o rating soberano, se conocen como calificadoras internacionales. Los ratings se basan en el análisis de información cuantitativa y cualitativa. Así las agencias toman en cuenta indicadores macroeconómicos e información económica y financiera corrientes de un país o de un emisor en particular, la que proviene tanto de fuentes gubernamentales como privadas, internas y externas. De igual forma, estas agencias consideran aspectos cualitativos, donde además de las opiniones del emisor, se toman en cuenta opiniones de expertos, las que en conjunto son evaluadas por sus propios comités internos. Esta evaluación cualitativa es sumamente importante para

las agencias, en tanto el entorno político y los desarrollos de política afectan la percepción que tengan de la capacidad de pago futura.

Actualmente, son tres las principales agencias calificadoras: Moody's, Standard & Poor's (S&P) y Fitch Ratings. La simbología utilizada, a nivel internacional, por estas entidades para medir el riesgo soberano de la deuda externa, emplea el calificativo de grado de inversión para diferenciar aquellos instrumentos de deuda que no son de carácter especulativo. En la tabla N°2, se detallan las combinaciones entre letras mayúsculas y minúsculas, así como; símbolos de positivo y negativo para las distintas denominaciones.

Tabla 2. Nomenclatura de la Principales calificadoras según nivel de riesgo

Calificaciones de Largo plazo			
Moody's	S&P	Fitch	
Aaa	AAA	AAA	Prime
Aa1	AA+	AA+	Alto grado de inversión
Aa2	AA	AA	
Aa3	AA-	AA-	
A1	A+	A+	Grado alto medio de inversión
A2	A	A	
A3	A-	A-	
Baa1	BBB+	BBB+	Grado bajo medio de inversión
Baa2	BBB	BBB	
Baa3	BBB-	BBB-	
Ba1	BB+	BB+	Sin grado de inversión (Especulativo)
Ba2	BB	BB	
Ba3	BB-	BB-	
B1	B+	B+	Altamente especulativo
B2	B	B	
B3	B-	B-	

Fuente: [Gandini, 2017](#)

4. Metodología

La investigación tiene un diseño mixto, combinando un enfoque descriptivo y un enfoque cuantitativo. Esta metodología se selecciona para proporcionar una comprensión integral del tema en estudio, permitiendo captar tanto las percepciones cualitativas de los expertos como las relaciones cuantitativas entre las variables claves.

En la sección correspondiente al diseño cualitativo, se utilizaron entrevistas semi-estructuradas para recopilar datos cualitativos de expertos en economía y finanzas. Estas entrevistas permitirán explorar en profundidad las percepciones y opiniones sobre los bonos soberanos panameños y el riesgo país.

Por otro lado, en el componente cuantitativo se realizó un análisis de correlación entre el EMBI y la tasa de ganancia bancaria, utilizando datos históricos. Este diseño permitió verificar empíricamente las relaciones identificadas en el análisis cualitativo.

Los instrumentos empleados fueron un cuestionario para las entrevistas. semi-estructurado con preguntas abiertas que permitió a los expertos brindar sus opiniones y análisis sobre el tema de estudio. Además, bases de datos económicas y financieras de donde obtuvimos datos históricos sobre el EMBI y la tasa de ganancia bancaria.

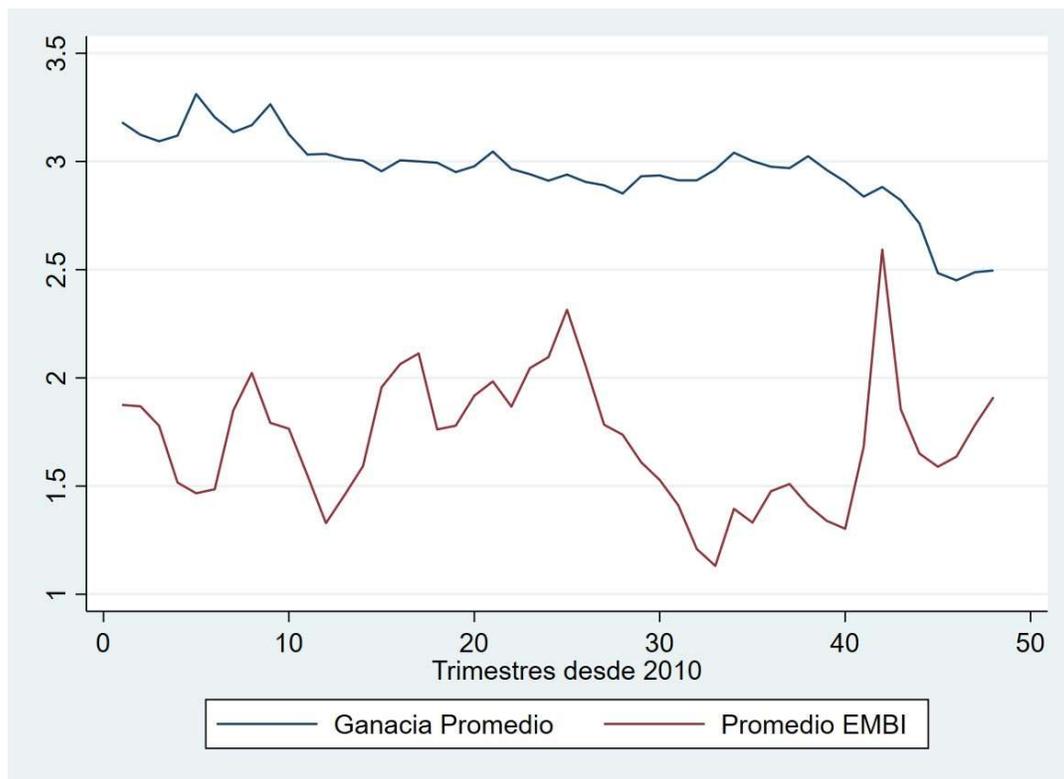
5. Resultados y conclusiones

Los especialistas entrevistados coinciden en que existe una relación de dependencia entre la calificación de riesgo de Panamá y la cotización de los bonos soberanos panameños en los mercados internacionales. Además, la pérdida del grado de inversión tendría como consecuencia en el sector público el encarecimiento de la tasa de interés en futuras emisiones de bonos, ya que los inversionistas demandarían mayores rendimientos. Es necesario mantener una relación Deuda/PIB en niveles aceptables para conservar el grado de inversión y asegurar una cotización saludable de los bonos. Los expertos también enfatizan la importancia de modernizar

el Estado panameño, reducir los elevados costos de la planilla estatal y priorizar la inversión en actividades que dinamicen la economía.

A continuación, verificaremos cuantitativamente si dentro de las consecuencias existiría una repercusión adicional, como lo implica la afectación en la tasa de ganancias del sector bancario.

Gráfica 3. Evolución de la Ganancia Promedio y del Promedio EMBI Trimestral (2010-2021)



Fuente: Elaborado por el autor

La gráfica muestra dos series temporales que representan la evolución de la ganancia promedio y datos del promedio del Emerging Markets Bonds Index (EMBI) a lo largo de 50 trimestres desde el año 2010, hasta el 2021.

Ganancia Promedio (Línea Azul): Comienza alrededor de un valor de 3.2, manteniendo una tendencia ligeramente descendente a lo largo del tiempo, con una

disminución más pronunciada hacia el final del periodo, bajando a aproximadamente 2.7.

Promedio EMBI (Línea Roja): Inicia alrededor de 1.5, muestra fluctuaciones significativas durante el periodo analizado, con varios picos y valles. Un pico notable alrededor del trimestre 40 alcanza un valor cercano a 3.0, seguido de un descenso brusco y una ligera tendencia al alza hacia el final del periodo.

No se observa una correlación directa evidente entre la ganancia promedio y el promedio EMBI, ya que las dos series muestran comportamientos diferentes. Sin embargo, en los periodos de mayor volatilidad del EMBI, la ganancia promedio muestra una tendencia más estable. Por lo que, La gráfica sugiere que mientras el EMBI tiene fluctuaciones significativas y picos abruptos, la ganancia promedio de las inversiones tiende a ser más estable a lo largo del tiempo, aunque también muestra una ligera tendencia descendente. Es este último aspecto el que rescataremos para continuar con nuestro análisis.

Tabla 2. Estadísticas Descriptivas de las Variables Principales (2010-2021)

	(1)	(2)	(3)	(4)
	Media	DS	Min	Max
Ganacia trimestral	2.955106	.1840058	2.450582	3.311421
Log(Ingreso trimestral)	7.003177	.5794221	5.731483	7.839758
Promedio EMBI	1.711865	.2970976	1.130925	2.592305
Días con alto riesgo	30.16667	26.37079	0	64
N	48			

Fuente: Elaborado por el autor

La Tabla 3 presenta estadísticas descriptivas sobre las variables principales de estudio. Estas estadísticas incluyen la media, la desviación estándar, el valor mínimo y el valor máximo de cada variable medida a lo largo del periodo de análisis.

Ganancia Trimestral: La ganancia promedio trimestral reportada en las cartas bancarias es de aproximadamente 2.96, con una desviación estándar de 0.18. Esto indica una variabilidad relativamente baja en las ganancias trimestrales.

Log (Ingreso Trimestral): El logaritmo del ingreso trimestral tiene una media de 7.00 y una desviación estándar de 0.58. Los ingresos trimestrales varían más en comparación con las ganancias.

Promedio EMBI: El promedio del Emerging Markets Bonds Index (EMBI) trimestral es de 1.71, con una desviación estándar de 0.30, lo que muestra cierta variabilidad en el riesgo país a lo largo del tiempo.

Días con Alto Riesgo: El número promedio de días por trimestre en que el EMBI supera un valor de 2.0 es 30.17, con una desviación estándar de 26.37. Esto indica que algunos trimestres tienen muchos días con alto riesgo mientras que otros tienen muy pocos.

Tabla 3. Impacto del Promedio Trimestral del EMBI en las Ganancias e Ingresos Trimestrales del Sector Bancario Panameño

	(1)	(2)	(3)	(4)
	Ganancias trimestrales		Log(Ingreso trimestral)	
Promedio EMBI	-0.0345	-0.1019*	-0.1784	-0.0928
trimestral	(0.0912)	(0.0549)	(0.2863)	(0.2761)
Tendencia lineal anual		-0.0429***		0.0545**
		(0.0047)		(0.0235)
<i>N</i>	48	48	48	48
<i>r</i> ²	0.0031	0.6532	0.0084	0.1140

Standard errors in parentheses

* $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Fuente: Elaborado por el autor

El objetivo de la tabla 4 es corroborar la relación entre el índice EMBI y las ganancias bancarias. Para medir esta relación de forma cuantitativa usamos una serie de tiempo con modelos de mínimos cuadrados ordinarios. En la primera estimación, la tasa de ganancias reportadas en la carta bancaria es la variable dependiente. Esta variable es reportada cada trimestre y, en este análisis, utilizamos la tasa de ganancias de cada trimestre desde el 2010 hasta el 2021. La variable independiente de interés es el índice de EMBI, la cual es reportada de manera diaria. Para mantener la consistencia del análisis, calculamos el promedio diario del índice del EMBI en cada trimestre desde el 2010 hasta el 2021. Por lo tanto, el análisis presentado en la tabla 2, puede ser representado con la siguiente ecuación:

$$Ganancia_t = \alpha + \beta EMBI_t + \epsilon_t \quad (1)$$

La columna 1 de la tabla 4 demuestra los resultados correspondientes a la ecuación (1). En general, hay una correlación negativa entre el promedio del EMBI y la tasa de ganancia bancaria, pero esta correlación no es estadísticamente significativa usando valores p menores de 10%. Esto no quiere decir que la relación es nula, significa que el análisis simple en la ecuación (1) no es capaz de observar ninguna relación. Puede haber variables omitidas y tendencias que dificultan observar una relación. Para enriquecer el análisis presentado, incluimos una variable de tiempo anual que la llamamos tendencia de tiempo anual. Al incluir esta variable la regresión es la siguiente:

$$Ganancia_{ty} = \alpha + \beta EMBI_{ty} + \partial_y + \epsilon_{ty} \quad (2)$$

La variable ∂_y captura efectos ocurridos en el año de estudio en particular. Pero en vez de hacerlo como un efecto fijo, la variable tiene la forma de tendencia. Esto quiere decir que la variable captura cambios en la ganancia relacionados a la productividad, políticas, expectativas anuales y precios. Por lo tanto, esta es una variable importante para incluir. La columna 2 corrobora esto. Al incluir la tendencia anual, el promedio del EMBI disminuye las ganancias y esta vez es estadísticamente significativo al 10%. El coeficiente de la tendencia también es estadísticamente

significativo, pero al 1%. Cuando sólo estas dos variables son incluidas en la regresión, la regresión explica un 67% de la variación de las ganancias netas.

En las columnas 3 y 4 de la tabla 2, repetimos el mismo estudio, esta vez utilizamos los ingresos trimestrales como variables dependientes. La relación entre el promedio del EMBI y los ingresos nunca son estadísticamente significativos, ni siquiera cuando se incluye la tendencia.

Tabla 4. Impacto del Número de Días con Alto Riesgo del EMBI en las Ganancias e Ingresos Trimestrales del Sector Bancario Panameño

	(1)	(2)	(3)	(4)
	Ganancias trimestrales		Log(Ingreso trimestral)	
Días en el trimestre con alto riesgo	-0.0004	-0.0015**	0.0006	0.0020
	(0.0010)	(0.0006)	(0.0032)	(0.0031)
Tendencia linear anual		-0.0437***		0.0583**
		(0.0046)		(0.0236)
<i>N</i>	48	48	48	48
<i>r</i> ²	0.0033	0.6685	0.0008	0.1199

Standard errors in parentheses

* $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Para incrementar la credibilidad del estudio, en la tabla 5 medimos el índice del EMBI de otra forma. Esta vez, en vez de calcular el promedio trimestral, cuento el número de días en cada trimestre cuando el índice es mayor que 2.0. No existe justificación teórica por la cual uso ese número. Sin embargo, este número es mayor que la media en la serie diaria y tiende a ser un valor bastante alto. Usando esta nueva variable independiente e incluyendo la tendencia anual, la regresión se representa así:

$$Ganancia_{ty} = \alpha + \beta \text{ No. Días EMBI} > 2_{ty} + \theta_y + \epsilon_{ty} \quad (3)$$

La columna 2 de la tabla 5 demuestra los resultados de la columna 3. Un día adicional en el trimestre con un índice del EMBI mayor a 2.0, disminuye la tasa de ganancia por 0.0015 puntos y es significativo con valores de $p < 5\%$. La tendencia también es importante como en el análisis previo. Y los ingresos no demuestran ninguna relación con el número de días del índice EMBI mayor a 2.0.

El análisis de las tablas revela que, estos resultados corroboran las opiniones planteadas de los expertos entrevistados sobre la relación entre el riesgo soberano y el desempeño financiero del sector bancario en Panamá.

Además, se han obtenido varias conclusiones claves:

En cuanto a la Calificación de Riesgo y Ganancias Bancarias. Existe una relación negativa significativa entre el promedio trimestral del EMBI y las ganancias del sector bancario en Panamá. Esto indica que un mayor riesgo soberano, medido a través del EMBI, tiende a disminuir las ganancias bancarias. Esta relación resalta la importancia de mantener una calificación de riesgo favorable para asegurar la estabilidad y rentabilidad del sector financiero.

El Impacto de la pérdida del grado de inversión, tendría consecuencias severas para la economía panameña. Estas incluyen un incremento en los costos de financiamiento, salida de capitales, reducción de la inversión extranjera directa (IED), y un impacto negativo en la estabilidad y rentabilidad del sector bancario. Los casos de Brasil, Sudáfrica, Grecia, Italia, España e Indonesia demuestran que la degradación crediticia puede llevar a una contracción económica, aumento de la inflación y mayores tasas de desempleo.

La Importancia de mejorar la transparencia y gobernanza, es fundamental para recuperar y mantener la confianza de los inversionistas. La corrupción y la ineficiencia en la gestión de las finanzas públicas son factores que pueden afectar negativamente la calificación crediticia y, por ende, la estabilidad económica.

En cuanto a la necesidad de diversificación económica, podemos señalar que, la dependencia de Panamá en sectores específicos como los servicios financieros y la logística aumenta su vulnerabilidad a las fluctuaciones externas.

Diversificar la economía hacia sectores estratégicos como la tecnología, el turismo y la manufactura puede mejorar la resiliencia económica del país.

Las políticas fiscales prudentes, ayudarían a que se reduzcan el déficit presupuestario y controlen el endeudamiento público es crucial para asegurar una calificación crediticia favorable. La sostenibilidad fiscal es un factor clave para la estabilidad económica a largo plazo.

6. Referencias bibliográficas

Avila, J. C. (1 de noviembre de 2000). Recuperado el 27 de septiembre de 2023, de <https://ucema.edu.ar/publicaciones/download/documentos/164.pdf>

Bodnar, G. M., et al. (2003). Elsevier Inc. Recuperado de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=471465

Damodaran, A. (2006). Stern School of Business. Recuperado de <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/valuesurvey.pdf>

Del Río Arreluce, A. (2021). Universidad del Pacífico. Recuperado de <https://repositorio.up.edu.pe/handle/11354/3086>

Didier, T., Constantino, H., & Schmukler, S. L. (2012). World Bank. Recuperado de <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/16309>

Dirección de Financiamiento Público - MEF Panamá. (2021). Recuperado de <https://fpublico.mef.gob.pa/es>

Empresa Actual. (2020). ¿Qué es el riesgo país y cómo se calcula? Empresa Actual. Recuperado de <https://www.empresaactual.com/riesgo-pais-que-es-como-se-calcula/>

Gomero González, N. A., & Masuda Toyofuko, V. R. (2014). Quipukamayoc. Recuperado de http://investigacion.contabilidad.unmsm.edu.pe/revista/Quipukamayoc_22_4_2.pdf#page=31

- Heffernan, S. (2012). *Sovereign Risk Analysis*. London: Routledge library editions.
- INEC. (2014). *Tipo de Cambio Asociado de la República de Panamá* (3ª ed.). Recuperado de <https://www.inec.gob.pa/archivos/P8061tipocambio2014.pdf>
- Lee, C.-C., & Wang, E.-Z. (2021). ResearchGate. Recuperado de https://www.researchgate.net/publication/345657828_Economic_Complexity_and_Income_Inequality_Does_Country_Risk_Matter
- Merton, R. C., & Venegas-Martínez, F. (2021). *Financial Science Trends and Perspectives: A Review Article*. *Revista Mexicana de Economía y Finanzas*, 16(1), 15. Recuperado de http://www.scielo.org.mx/scielo.php?pid=S1665-53462021000100001&script=sci_arttext
- Morales, J., & Tuesta, P. (1998). *Banco Central de Perú*. Recuperado de <https://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Revista-Estudios-Economicos/03/Estudios-Economicos-3-7.pdf>
- Moreno-Villalaz, J. L., & Zelmanovitz, L. (2015). *The Ontology and Function of Money*. Maryland: Lexington Books.
- Pinilla, L. (2021). Clase Magistral: Instrumentos Financieros. Panamá.
- Redacción Digital de la Estrella. (2010). Panamá obtiene grado de inversión. La Estrella de Panamá. Recuperado de <https://www.laestrella.com.pa/nacional/100525/grado-panama-obtiene-inversion>
- Rojas Gómez, E. (2018). Dialnet. Recuperado de <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=3201064>
- Ruiz Barrezueta, J. C. (2021). Dialnet. Recuperado de <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=8290168>
- Zárate Pesantez, I. E. (2013). Universidad de Azuay. Recuperado de <https://dspace.uazuay.edu.ec/bitstream/datos/7723/1/13530.pdf>