
Documentos de Discusión Global



GLOBALIZACIÓN Y EVALUACIÓN DEL RIESGO PAIS

Metodologías y situación en América Latina

Denise Gorfinkiel y Rocío Lapitz

Agosto 2003



Canelones 1164, Montevideo
Casilla Correo 13125, Montevideo 11700,
Uruguay
www.globalizacion.org
d3e@internet.com.uy

“...El concepto de riesgo país no significa lo que quiere indicar. Es una medida del precio de los bonos de la deuda externa. El verdadero riesgo para un país es no crecer, que la salud, la educación y la seguridad de los ciudadanos, que la corrupción y la ilegitimidad corroan los fundamentos del sistema democrático, que se carezca de una ciencia y tecnologías propias, que se deba depender exclusivamente del capital extranjero y del endeudamiento externo, que no haya un aparato productivo y exportador viables. El país está en riesgo cuando sus ciudadanos no tienen perspectivas de progreso, sus hijos se van a vivir al exterior, o sus nietos, si es que quedan, deban seguir pagando una deuda que no tomaron...” (M. Rapaport)

Aproximaciones al análisis de riesgo-país

La evaluación riesgo país nace a principios del siglo XX a raíz de una iniciativa privada asociada a la emisión de reportes sobre las compañías ferroviarias que en los Estados Unidos eran emisoras de bonos. Años más tarde surgen Poor's Publishing Co. y Standard Statistics Bureau. La importancia de los informes sobre calificación de riesgo fue en aumento luego de la Gran Depresión en 1929 por los múltiples incumplimientos incurridos. Finalmente en la década del 70 se funda la primer Empresa Calificadora de Riesgo (ECR) fuera de Estados Unidos, en Canadá, y en América Latina a fines de la década del 80.

La finalidad de las ECR es dar una opinión como entidad independiente, especializada en el estudio de riesgo, sobre la calidad crediticia de la emisión de valores. Es decir, estiman la probabilidad de incumplimiento de un país en operaciones crediticias o de inversión internacionales y de esta manera facilitan la comparación con otros países.

El aumento de los mercados de bonos y de los flujos de inversión, y en especial aquellos de características especulativas, explican la fuerte presencia que han tenido en los últimos años las ECR. El gráfico 1 muestra el aumento de los flujos de inversión extranjera en la última década hacia América Latina.

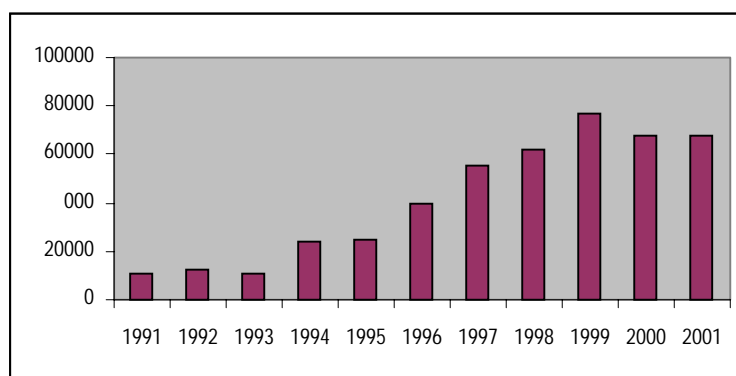
Es posible definir el riesgo país, o índice de *riesgo país como un indicador que revela el nivel de riesgo que corre un inversionista al invertir en cierto país referido a que dicho país*

no pueda responder a los compromisos de pago de deuda externa. A mayor riesgo de no poder recuperar la inversión que se desea llevar a cabo, mayor es la tasa de interés que se pretende obtener. Se paga, por tanto, una prima de riesgo de la inversión ya que el inversor desea obtener mayor beneficio cuanto menor sea la posibilidad de poder recuperar esa inversión. La tasa de interés, además de ser la retribución por el uso de un capital ajeno, incorpora una "prima de riesgo" con la que se remunera el alto riesgo asumido. Esta prima es entonces la Tasa de Retorno (T.I.R) de la inversión y esa T.I.R está dada por la sobretasa o diferencial de tasa de interés que pagan los bonos de un país en relación a los títulos del Tesoro de EEUU. El valor de ese índice representa el nivel de esa prima de riesgo al que están dispuestos a colocar sus valores los inversores.

Existen diferentes ECR, por un lado el concepto de riesgo como indicador, elaborado por la consultora internacional J.P. Morgan Chase, que refleja el movimiento y los precios de los bonos y títulos de deuda de los países denominados emergentes. A su vez, empresas como Euromoney o Institutional Investor calculan índices de riesgo basados en el análisis de distintos factores que son ponderados para dar lugar a niveles de riesgo por país.

Por otro lado, existen empresas internacionales calificadoras de riesgo de crédito como Moody's, Standard & Poor's, Fitch-IBCA que asignan calificaciones de riesgo a las emisiones de deuda soberana.

Figura 1. **Inversión extranjera directa (en millones de dólares) en América Latina y el Caribe. laboración propia en base a datos de CEPAL 2002.**



Las calificaciones son opiniones y por tanto están condicionadas por la subjetividad de cualquier opinión, aunque se fundamentan en un exhaustivo estudio tanto del emisor como de la emisión.

Es pertinente aclarar que la calificación de riesgo no constituye por sí misma una garantía, ni una sugerencia o recomendación para invertir en determinados valores. Es tan sólo una opinión de una empresa especializada en el tema que brinda un complemento a las decisiones de inversión.

Globalización de los mercados y Calificación del Riesgo

Una característica importante del proceso de globalización es la creciente liberalización e integración de los mercados financieros, que dados los avances tecnológicos en las comunicaciones, ha implicado un fuerte incremento de los flujos internacionales de capital, en especial de corto plazo.

Contrariamente a la teoría dominante, estos movimientos de capital, caracterizados por su alta volatilidad, han tornado vulnerables a los mercados financieros de los países latinoamericanos (y a toda su economía) al cruzar las fronteras en ambos sentidos.

En este sentido, las estrategias de desarrollo que los países de América Latina intenten adoptar se encuentran condicionadas por el problema estructural de falta de capital, lo que los lleva a reducir y eliminar sus sistemas de protección

para atraer fondos del exterior. El modelo de crecimiento económico de estos países se apoya fundamentalmente en la inversión extranjera, en la capacidad de los gobiernos de conseguir financiamiento externo y de cierta manera, en el cumplimiento de las exigencias del mercado.

En consecuencia, la autonomía de los gobiernos, es decir, su capacidad para decidir, se encuentra cada vez más restringida, por las decisiones de los mercados financieros internacionales. Las estrategias de desarrollo latinoamericanos quedan sujetas a los dictámenes de estos mercados globalizados, cuya volatilidad afecta no solo los tipos de cambio, sino también la oferta monetaria y la capacidad de ahorro interno.

El comportamiento de estos mercados financieros internacionales está condicionado y responde entre otras cosas a lo que dicen aquellos que lo estudian, analizan y predicen. Entre ellos, las calificadoras de riesgo cumplen un papel importante en el acontecer latinoamericano. De ellas depende, en muchos casos, el que un país mantenga cierta estabilidad económica, social y política o sea objeto de una crisis económica y social donde las variables de crecimiento no solo se estancan sino que retroceden.

Metodología de la Calificación

Se puede distinguir, entre las agencias que califican al país en su conjunto y aquellas que, a través de trabajos específicos, califican el riesgo de deuda soberana.

La clasificación se realiza en base a una metodología particular de cada ECR, contando con un conjunto de principios y criterios cualitativos y cuantitativos.

El resultado del estudio es la clasificación con una nomenclatura particular que sirve para medir el riesgo implícito del objeto que está siendo calificado. El cuadro 1 refleja esta clasificación.

Los elementos cualitativos utilizados para la calificación refieren, entre otros, al entorno macroeconómico donde se encuentra el emisor, sector de actividad en el que se desarrolla, posición competitiva a nivel internacional. Asimismo se evalúan sus planes y estrategias de negocio, calidad y composición de la administración, marco legal y situación accionaria. Cuales son sus proveedores, clientes, políticas de control, etc.

Otro criterio utilizado para la calificación es aquel referido al análisis de elementos cuantitativos. El mismo evalúa aspectos contables, financieros, cual es su composición de costos, proyecciones de mercado, flujos de ingresos y egresos, cifras de facturación, etc.

El emisor sujeto a calificación debe ser consciente de presentar la información completa, la que puede incluir hasta planes o estrategias futuras de manera de obtener un buen resultado del proceso.

Los elementos considerados sobre el emisor para la evaluación son los siguientes:

- Situación financiera, es decir estados financieros de los últimos períodos, indicadores de liquidez, solvencia, gestión, rentabilidad, cobertura de deuda y fuentes de financiamiento.
- Situación económica, vinculada a la eficiencia operativa del emisor, calidad de la gerencia, estructura de costos, volumen de ventas, situación laboral y flujo de caja proyectado.
- Situación empresarial, se analiza la interrelación del emisor con el entorno inmediato, posicionamiento en el mercado, concentración o dispersión de ventas, sensibilidad respecto de tasas de interés, tipo de cambio, etc.

Por otra parte se evalúan algunos elementos de la emisión en particular:

- Liquidez, es decir la realización inmediata del instrumento minimizando pérdidas por precios bajos.
- Resguardos con los cuales el emisor se compromete a mantener algunos indicadores dentro de ciertos márgenes, si esto no sucede se genera la exigibilidad inmediata del pago de la deuda.
- Garantías, fianzas, hipotecas, las que buscan proteger al inversionista en caso de incumplimiento.

Cuadro 1: **Clasificación de tipos de evaluaciones de riesgo.** Fuente: Morales, Jorge y Tuesta, Pedro "Calificaciones de Crédito y Riesgo País"

		Por tipo de calificación	
		Riesgo País	Riesgo Soberano
Por tipo de información	Cualitativa	Institutional Investor (Rating Index) Business Environ. Risk Intelligence (BERI) Control Risk Information Services (CRIS)	
	Mixta (cualitativa y cuantitativa)	Economist Intelligence Unit (Reports) Euromoney Country Risk EFIC's Country Risk Japanese Center for International Finance Political Risk Services: ICRG y IBC index	Moody's Investor Services Standard and Poor's Rating Group Duff & Phelps Credit Rating (DCR) IBCA, Fitch Thomson BankWatch Inc.
	Cuantitativa	Bank of America (Country Risk Monitor)	

Un aspecto a resaltar es que la calificación es un proceso continuo, en el que durante cierto lapso de tiempo la ECR seguirá emitiendo opiniones sobre una determinada emisión, y podrá si se justifica modificar la calificación.

Es importante precisar que diversos tipos de riesgo afectan la percepción de rentabilidad de las operaciones que se realizan en los mercados financieros y de inversión. Los tipos de riesgo se asocian al tipo de deudor (soberano o no soberano) al tipo de riesgo (político, económico o financiero) o incluso a la posibilidad de repago.

Existen autores que definen el riesgo país como “la exposición a dificultades de repago en una operación de endeudamiento con acreedores extranjeros o con deuda emitida fuera del país de origen”. El “riesgo soberano” es un subconjunto del riesgo país y califica a las deudas garantizadas por el gobierno o un agente del gobierno. Otra literatura sostiene que el “riesgo país” y el “riesgo soberano” son sinónimos. Ambos hacen referencia al riesgo que surge de préstamos o deudas públicamente garantizadas por el gobierno o tomadas directamente por el gobierno o agentes del gobierno.

En la jerga financiera, se considera riesgo país al nivel de riesgo que implica la inversión en instrumentos emitidos por el gobierno de un país en un momento dado. Está asociado a la probabilidad de incumplimiento en el pago de la deuda pública de un país, expresado como una prima de riesgo. El riesgo soberano refiere a la capacidad y predisposición que tiene un país para pagar sus deudas, es decir implica la probabilidad de que las acciones de un gobierno puedan afectar directa o indirectamente la capacidad del emisor de deuda de cumplir con sus obligaciones en tiempo y forma. No se habla del Mercado de Bonos y Títulos Públicos, sino que se intenta calificar el Stock de Deuda que un país posee y su capacidad de cumplir con los compromisos financieros.

La capacidad y voluntad de un gobierno de cumplir sus obligaciones está apoyada en sus políticas fiscal y monetaria. En este sentido se debe evaluar el poder impositivo y el control en el sistema financiero nacional. Por otra parte, *para el cumplimiento de la deuda pública pactada en moneda extranjera se deben asegurar*

divisas, por lo que se debe tener en cuenta la interrelación entre las políticas nacionales y la evolución de la balanza de pagos.

El riesgo soberano es utilizado como un indicador de calificación máxima en un determinado país, es decir ninguna otra entidad de ese país podrá tener una mejor calificación de riesgo. El hecho de tomar como tope el riesgo soberano estaría justificado en base a que un default del Estado llevaría al resto de los emisores locales a suspender el pago de sus obligaciones. Esta crisis de deuda a nivel nacional acarrearía probablemente una crisis política, de balanza de pagos, a una elevada inflación, que en definitiva se trasladaría al sector privado restringiendo su capacidad de pago. Sin embargo, la internacionalización de la economía ha llevado de manera cada vez más frecuente a la instalación de filiales de compañías multinacionales en países donde su calificación soberana no es muy alta. Es por ello que existe un número pequeño de instrumentos de algunas empresas que están calificadas por encima del riesgo soberano.

En definitiva, los reportes realizados por las distintas empresas buscan evaluar las posibilidades que existen para generar los recursos necesarios a fin de cumplir con los compromisos asumidos. La mayoría de los trabajos sobre Riesgo País tratan de aproximarse a su cuantificación a través de correlaciones entre el comportamiento de los diferenciales de tasas de interés de distintos tipos de deuda y el Riesgo País, el cual es determinado, como señalamos, ya sea mediante los ratings asignados por las agencias calificadoras internacionales de riesgo de crédito (Moody's, Standard & Poor's, Fitch-IBCA, entre otras) o a través de los índices de Riesgo País, calculados por empresas como Euromoney o Institutional Investor.

Calificadoras a nivel internacional

Las ECR realizan predicciones a futuro, cuya precisión sólo puede ser considerada una vez que el instrumento calificado ha cumplido o incumplido sus condiciones, por tanto su credibilidad juega un papel central. Es para fomentar dicha credibilidad que se establecen ciertos requisitos para las calificadoras:

- deben ser independientes, evitando principalmente conflictos de interés con los emisores, los inversionistas, los intermediarios o incluso el gobierno.

- debe ser financieramente viable, este punto es de vital importancia para mantener un staff competente de técnicos.
- debe tener el derecho, y a veces la obligación de mantener confidencialidad sobre la información a la que accede.
- debe guardar total transparencia sobre sus metodologías, criterios y racionalidad de sus calificaciones.
- debe mantener un grado de coordinación con el supervisor.

Las calificadoras de riesgos internacionales comúnmente presentan dos escalas de calificación, una a nivel internacional y otra nacional. Con respecto a las primeras se evalúa si el emisor tiene capacidad de hacer frente a sus compromisos en cualquier moneda. Estas calificaciones permiten comparar dos activos en diferentes lugares del mundo. Por otro lado, las calificadoras de riesgo nacionales evalúan la calidad crediticia del emisor tomando como referencia el riesgo soberano, midiendo así la calificación del emisor en un determinado país. Por esta razón no pueden ser utilizadas para comparar activos internacionales.

Índice de Riesgo País

El índice de riesgo país elaborado por JP Morgan para las denominadas naciones emergentes, se llama técnicamente EMBI+ y está compuesto por las siglas de las palabras Emerging Market Bond Index, es decir, Índice de Bonos de los Mercados Emergentes. Mide entonces el grado de "peligro" que supone un país para las inversiones extranjeras. J. P. Morgan analiza el rendimiento de los instrumentos de la deuda de un país, principalmente el dinero en forma de bonos.

Existe un EMBI+ general que agrupa las cotizaciones de los activos de 16 países (Argentina, Nigeria, Ecuador, Brasil, Venezuela, Rusia, Turquía, Filipinas, Perú, Colombia, Bulgaria, Panamá, México, Qatar, Polonia y Corea). Se trata de países que han emitido una importante cantidad de deuda en las últimas décadas y recurren a los mercados financieros internacionales para realizar nuevas emisiones. Este EMBI+

General mide el estado de la deuda conjunta de los 16 países. Se explica de esta forma porque una cesación de pagos o incumplimiento de alguno de los países que integran el EMBI+ General, genera un inmediato efecto negativo en los demás componentes del Grupo de Países Emergentes. Podemos ejemplificar lo antedicho citando la Crisis Mexicana de 1995 y la Crisis Rusa de 1998, que arrastraron a todos los países emergentes a graves problemas financieros.

También se confecciona un EMBI+ para cada uno de los 16 países. Este índice refleja la cotización de los bonos de cada país en particular. Es un indicador ponderado, algunos títulos pesan más que otros en la canasta particular de Bonos emitidos por cada país.

La forma utilizada para medir la prima de riesgo es la diferencia entre las tasas que pagan los bonos del Tesoro de los Estados Unidos y las que pagan los bonos del respectivo país. Se utiliza la tasa de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos como base, ya que se asume que es la de menor riesgo en el mercado. Es decir que se toma como referencia el rendimiento de los Bonos Norteamericanos y se realiza la comparación con los títulos públicos de países emergentes. La tasa promedio de los títulos norteamericanos era, a marzo de 2002, del 2.5%. Su cálculo se expresa como:

$$\text{Riesgo País} = \text{Tasa de rendimiento de los bonos de un país} - \text{Tasa de rendimiento de los Bonos del Tesoro norteamericano}$$

El Riesgo País se mide en puntos básicos (cada 100 puntos equivalen a 1%), por esto cuando se escucha que el índice de Riesgo País se ubica en 1.200 puntos, en realidad se está diciendo que el bono del país emisor paga 12% adicional sobre la tasa de los bonos americanos. Si una emisión de bonos de un país determinado, tiene por ejemplo, una tasa de interés del 27% anual aproximadamente, significa que se le suma a la tasa de los títulos de deuda del Tesoro de los EEUU (2.5% anual) el 24.58% anual derivado del índice de riesgo país, en el caso de que el índice sea de 2458 puntos. Los principales factores que influyen en la determinación del riesgo país se presentan en el Cuadro 2.

Cuadro 2. Factores que influyen en determinar el riesgo país.

Prima por inflación:	Compensación por la declinación esperada del poder adquisitivo del dinero prestado.
Prima por riesgo de incumplimiento:	Recompensa por riesgo de incumplimiento en el caso de un préstamo o bono.
Prima por liquidez:	Recompensa por invertir en un activo que pueda no ser convertido rápidamente en efectivo a un valor de mercado conveniente.
Prima por devaluación:	Recompensa por invertir en un activo que no está nominado en la divisa propia del inversionista.
Prima por vencimiento:	Mayor sea el plazo en que vence el bono menor es la liquidez del título, y mayores los riesgos de volatilidad.
Otros factores:	Estabilidad política, estabilidad macroeconómica y fiscal, situación del área geográfica del país, fortaleza bancaria.

Riesgo Soberano

Otra manera de medir el riesgo país se basa, como ya señalábamos, en la confianza crediticia percibida del emisor, ya sea a través de las mediciones que realizan empresas como Euromoney e Institutional Investor o las calificaciones de riesgo que agencias como Moody's, Fitch-IBCA o Standard & Poors asignan a las emisiones de deuda soberana. En estos casos se evalúa la capacidad y voluntad de los gobiernos para amortizar su deuda de acuerdo con los términos de ésta. El sistema de calificación que se utiliza está basado en letras y no existe –como en el caso del EMBI+, un país tomado de referencia.

En el caso de Euromoney, por ejemplo, los estudios de riesgo país reposan sobre el análisis

distintos factores agrupados en tres categorías de indicadores: analíticos, crediticios y de mercado. Con éstos realiza una estructura ponderada que da lugar a niveles (ratings) de riesgo país sobre los que elabora a su vez una escala de posiciones (ranking) por país. El indicador con mejor desempeño, por categoría, alcanza el máximo peso (25, 10 ó 5); el peor obtiene cero. Todos los otros valores se calculan en términos relativos a estos dos. Para los indicadores de deuda, el menor valor recibe la ponderación más alta y el mayor valor recibe cero.

Las calificadoras más importantes a nivel internacional son Standard & Poor's, Moody's, Duff & Phelps y Fitch-IBCA. Las nomenclaturas utilizadas por cada una de ellas se presentan en el cuadro 4.

Cuadro 3. Componentes de la calificación de riesgo

Factores De Riesgo	Ponderación (%)	
<i>Indicadores Analíticos</i>		50
Desempeño Económico: Basado en: 1) cifras de PNB per cápita; y 2) resultados de la encuesta realizada por Euromoney, donde cada calificación del país se obtiene del promedio de las proyecciones para los próximos dos años.	25	
Riesgo Político: Definido como el riesgo de no pagar los compromisos derivados de las distintas modalidades de endeudamiento, así como la imposibilidad de repatriación de capitales.	25	
<i>Indicadores Crediticios</i>		30
Indicadores de Deuda: Se utilizan los índices del World Bank's Global Development Finance del año respectivo, incluyéndose: 1) deuda total/PNB; 2) servicio de la deuda/exportaciones; 3) cuenta corriente/PNB.	10	

Deuda en Default o Preprogramada: Se basa en el índice Deuda refinanciada/deuda total, tomado de World Bank's Global Development Finance,	10	
Calificación Crediticia: Los valores nominales se asignan a los ratings de Moody's, Standard & Poor's y Fitch-IBCA. Donde no hay rating asignado, el puntaje del país es cero.	10	
<i>Indicadores Del Mercado</i>		20
Acceso a Financiamiento Bancario: porcentaje del PNB, de los desembolsos de préstamos privados, de largo plazo, no garantizados.	5	
Acceso a Financiamiento De Corto Plazo: disponibilidad de financiamiento a corto plazo, proveniente de créditos bilaterales de carácter oficial.	5	
Descuento por Incumplimiento: los registros de incumplimiento del país respectivo, comparados con el país de menor incumplimiento.	5	
Acceso a Mercado de Capitales: acceso de cada país a préstamos y deuda sindicada en los mercados internacionales a la fecha de la encuesta.	5	

Cuadro 4. Nomenclatura de clasificaciones de riesgo

	Standard & Poor's	Moody's	Fitch-IBCA	Duff & Phelps
Grado de inversión				
Máxima Calidad	AAA	Aaa	AAA	AAA
Alta Calidad	AA+	Aa1	AA+	AA+
	AA	Aa2	AA	AA
	AA-	Aa3	AA-	AA-
Fuerte capacidad de Pago	A+	A1	A+	A+
	A	A2	A	A
	A-	A3	A-	A-
Capacidad adecuada de Pago	BBB+	Baa1	BBB+	BBB+
	BBB	Baa2	BBB	BBB
	BBB-	Baa3	BBB-	BBB-
Inversiones Especulativas				
Pago probable pero incierto	BB+	Ba1	BB+	BB+
	BB	Ba2	BB	BB
	BB-	Ba3	BB-	BB-
Alto riesgo	B+	B1	B+	B+
	B	B2	B	B
	B-	B3	B-	B-
Dudosa probabilidad de pago oportuno	CCC+	Caa1		
	CCC	Caa2	CC	DDD
	CCC-	Caa3		
	CC	Ca		
	C	C		
Incumplimiento	D		DD	DD

Las calificaciones de Moody's son modificadas adicionando números (1, 2 o 3) para mostrar la situación relativa de la categoría. Por otra parte, las calificaciones de las demás entidades mencionadas son modificadas agregándoles el signo de más o de menos reflejando la tendencia hacia la calificación más próxima.

Aquellos títulos que presentan baja probabilidad de incumplimiento son llamados como de Grado de inversión. Por el contrario, aquellos que presentan mayor probabilidad de incurrir en incumplimiento son calificados como de Inversiones especulativas.

Las calificaciones de Corto Plazo tienen un horizonte temporal de menos de 12 meses, el énfasis se pone sobre la liquidez necesaria para cumplir con los compromisos financieros en tiempo y forma. En el cuadro 5 se aprecia la escala de calificaciones de corto plazo.

Finalmente en el cuadro 6 se presentan a modo de ejemplo las calificaciones de riesgo de un grupo de países latinoamericanos. A título de comparación se agregaron los datos de Estados Unidos y Canadá.

Cuadro 5. Escala de calificación de riesgo de corto plazo utilizada por las principales ECR

A1	alta capacidad de pago en tiempo, si tiene una característica crediticia especialmente fuerte, se asigna una calificación de A1+
A2	buena capacidad de pago en tiempo pero grado de riesgo respecto a las A1 es mayor y la capacidad de pago en tiempo podría verse afectada por cambios adversos.
A3	adecuada capacidad de pago pero capacidad tiene más posibilidades de verse afectada ante cambios adversos que obligaciones de mayor categoría.
B	capacidad de pago en tiempo es incierta
C	existe un alto riesgo de incumplimiento
D	Obligaciones que actualmente hayan incurrido en incumplimiento
E	Obligaciones para las cuales no se dispone de información adecuada

Cuadro 6. Calificaciones de Riesgo de Largo y Corto plazo en moneda extranjera y moneda local. Ultimo cambio = fecha de la ultima recalificación; Outlook= tendencia prevista de evolución a partir del ultimo cambio. Fuente: Fitch-IBCA/Agosto 2003

	MONEDA EXTRANJERA				MONEDA LOCAL		OUTLOOK
	Largo Plazo	Último Cambio	Corto Plazo	Último Cambio	Largo Plazo	Último Cambio	
Argentina	DDD	Dic-01	C	Ene-02	CC	Ene-03	-
Brazil	B	Oct-02	B	Oct-95	B	Oct-02	Negativo
Chile	A-	Ago-95	F1	Oct-95	AA-	Dic-97	Estable
Colombia	BB	Ene-02	B	Mar-00	BBB-	Ene-02	Negativo
Costa Rica	BB	May-98	B	May-98	BB+	May-98	Estable
Ecuador	CCC+	Nov-02	C	Nov-02	-	-	Estable
El Salvador	BB+	May-98	B	Sep-96	-	-	Negativo
México	BBB-	Ene-02	F3	Ene-02	BBB	May-00	Estable
Panamá	BB+	Sep-98	B	Sep-98	BB+	Sep-00	Negativo
Perú	BB-	Abr-01	B	Oct-99	BB+	Abr-01	Negativo
Uruguay	B-	Ene-03	B	Mar-02	B	Jul-02	Negativo
Venezuela	CCC+	Ene-03	C	Ene-03	CCC	Ene-03	Negativo
Estados Unidos	AAA	Ago-94	F1+	Oct-95	AAA	Oct-95	Estable
Canada	AA+	Abr-01	F1+	Oct-95	AAA	Oct-95	Estable

Obtención de datos y proceso de calificación

Para la calificación de riesgo país debe ser tenida en cuenta la posibilidad de que cambios políticos o económicos en un país afecten el valor de las transacciones comerciales o financieras en dicha nación. Las fuentes de riesgo país pueden clasificarse básicamente en dos categorías:

- Aquellas que afectan al valor externo de la moneda en transacciones fuera de fronteras. Incluye la posibilidad de cambios en los marcos legales, regulatorios e impositivos de un país extranjero, que puedan producir una devaluación inesperada de la moneda extranjera con la que se realizan las transacciones.
- Aquellas que afectan la capacidad de convertir las utilidades obtenidas en un mercado internacional a moneda nacional. Abarca las dificultades que pueden surgir para la repatriación de utilidades obtenidas en el exterior. Se incluye la posibilidad de que un gobierno extranjero pueda gravar, restringir o prohibir la repatriación de utilidades, capital o moneda extranjera, así como la posibilidad de cambios inesperados y adversos en el valor de la moneda local.

La cuantificación de riesgo país es un proceso complejo, especialmente en los países menos desarrollados, dado tanto por la incertidumbre sobre las políticas que se seguirán en busca del desarrollo económico, sino también por la dificultad de obtener datos confiables.

El proceso de calificación busca distinguir entre la capacidad y la voluntad de pago de un país. Respecto de la capacidad de pago se tiende a analizar datos como la razón de servicio de deuda (servicio de deuda contratada / ingresos en moneda extranjera), cobertura de importaciones (reservas internacionales / importaciones) y la razón de la deuda externa (deuda externa / PBI) que permiten un acercamiento a la realidad de la economía en términos de compromisos externos. Por otro lado, se busca establecer cual es la voluntad de pago de un país como factor primordial para la calificación del riesgo país. Con este fin se analiza principalmente el riesgo político, sin embargo la posibilidad de cuantificarlo depende de la metodología utilizada.

Muchas multinacionales y la banca internacional lo estiman utilizando los siguientes métodos (López Figueroa, 2002):

- Grand Tour: funcionarios calificados de la entidad interesada visitan el país extranjero para establecer conversaciones con representantes locales, socios potenciales de negocios y funcionarios del gobierno.
- Old Hands: realiza la estimación a través de la contratación de consultores del país extranjero, incluyendo académicos, funcionarios del gobierno y hombres de negocios de reconocida experiencia.
- Método Delphi: también utiliza expertos externos, pero los mismos deben realizar una investigación sobre determinadas características propuestas por quien desea evaluar el riesgo político de un país. La investigación culmina con la creación de un índice.

Cada uno de los métodos tiene sus dificultades, el primero tiende a producir una imagen borrosa de los países, el segundo conlleva la aparición de problemas entre administradores y propietarios de una empresa debido a la existencia de información asimétrica, donde los administradores buscan su propio beneficio. Por último, el método Delphi depende en gran medida de las características definidas o de las ponderaciones escogidas al inicio del proceso. Si en dichas ponderaciones se omitió algún punto importante, el riesgo político puede no ser el verdadero.

No debe dejar de considerarse el problema relacionado con la gran asimetría de información existente entre los prestamistas y los gobiernos extranjeros. Esto se da principalmente al momento de recabar datos, tanto en la actualización como en la certeza de los mismos, así como también en la intención de los líderes políticos de las naciones analizadas. Por ello puede suceder que los signos de alerta de un cambio político adverso puedan ser evidentes solamente cuando ya sea muy tarde para llevar a cabo un ajuste defensivo en la estrategia de inversión.

Las diferentes calificadoras de riesgo llevan a cabo el cálculo de riesgo país siguiendo diferentes metodologías, pero en esencia cada una de ellas son muy parecidas. Standard & Poor's tiene en cuenta, por ejemplo, ocho aspectos para evaluar el riesgo soberano de un país: Deuda pública (activos financieros gubernamentales)

mentales, el stock de deuda pública y los intereses), estabilidad de precios (tendencias de la inflación, política de tipo de cambio, grado de autonomía del banco central), flexibilidad de la Balanza de Pagos (impacto de la política fiscal y monetaria en el sector externo, estructura de la cuenta corriente y composición de los flujos de capital), deuda externa y liquidez, riesgo político (forma de gobierno, grado de consenso en los objetivos de la política económica), estructura de los ingresos y estructura económica (estándar de vida, ingresos y distribución de la riqueza), perspectivas de crecimiento económico, flexibilidad fiscal (estructura impositiva, presiones sobre gastos del Sector Público, equilibrio fiscal).

La influencia en los mercados de capitales

Es verdaderamente significativa la influencia de las calificadoras de riesgo en el movimiento de capitales, y son variados los ejemplos que llevan a plantear esta afirmación. El 8 de setiembre de 2000 la agencia Moody's redujo la calificación de Japón, debido a que el Estado estaba gastando más de lo previsto con el objetivo de mantener el crecimiento económico. Este cambio de nota se presentó en el mercado con una gran venta de yenes con la consiguiente compra de euros.

El ex presidente de Brasil, Fernando Henrique Cardoso cuestionó a las empresas calificadoras de riesgo, enfatizando que existe una especie de miopía de los mecanismos financieros respecto de Latinoamérica "se trata de que los mecanismos de financiación, que se han vuelto internacionales, por una percepción a menudo equivocada de una situación real, anticipan dificultades y frenan la continuidad del proceso de financiación, los giros, de alguna manera, disminuyen. Entonces, lo que pasa es que se induce a una crisis. Yo nunca he visto, creo que es raro ver en la historia lo que está pasando con algunos de nuestros países, donde empiezan a hablar de moratoria cuando nadie en el país pensó en eso y cuando la situación efectiva no lleva a eso"¹.

Comentarios finales

Es posible argumentar que las calificadoras de riesgo han aumentado la interdependencia que caracteriza el orden internacional actual. El sistema estado-céntrico no es más la estructura que predomina. Por el contrario, un complejo mundo multicéntrico compuesto por actores muy diversos y relativamente autónomos, con procesos y reglas propias, ha ido emergiendo. En este mundo, múltiples canales vinculan a las sociedades produciéndose diversas interconexiones entre lo interno y lo externo, entre lo político y lo económico, entre lo social y la ambiental. El clásico concepto de soberanía nacional se ha ido erosionando dando lugar a un sistema de soberanías compartidas donde las capacidades de los Estados para actuar de manera independiente se ven limitadas. Los actores estatales se desenvuelven en un contexto de interdependencia y dependencia donde los márgenes de maniobra de los países latinoamericanos no resultan ser muy amplios. La autonomía estatal, es decir el espacio en el cual un Estado puede formular y perseguir metas que no sean un simple reflejo de las demandas externas, se ha restringido.

En este contexto, la economía global ha adquirido un papel relevante. La globalización de los mercados financieros y su comportamiento determina los movimientos de capital, las monedas, el crédito y por tanto las economías de los países y la calidad de vida de los individuos. Es aquí donde las calificadoras de riesgo pueden llegar incluso a determinar ciertos objetivos de la política económica de los gobiernos.

Las ventajas y desventajas de las empresas calificadoras de riesgo son variadas y dependen de cual sea el objetivo buscado al analizar la calificación. En este sentido, si una disminución en la calificación de un país podría resultar beneficiosa para el inversor ya que le brinda información para realizar mejores estrategias, pero para el país que ha sido calificado con una nota menor podría representar el inicio de una crisis.

Es por ello que se indican que existen ventajas y desventajas en esta metodología. Entre las ventajas se menciona que constituyen una fuente precisa y actualizada de información, el proceso de calificación es continuo representando un importante insumo para la diversificación de carteras, y esa calificación es clara y entendible por diferentes agentes. En cambio, entre las desventajas se puede indicar que la calificación

¹ Presentación realizada en un Almuerzo de la Asociación de Dirigentes de Marketing (ADM-Uruguay) en agosto de 2002.

depende en gran medida de la credibilidad en la empresa calificadora; esa credibilidad depende de la independencia de las ECR de las entidades a ser calificadas. También existe una falta de datos confiables en países subdesarrollados, y las evaluaciones sufren una fuerte influencia en los mercados de capitales. La confección de la calificación dentro de cada una de las empresas es motivo de fuertes polémicas; en muchos casos la realizan una o unas pocas personas, a veces jóvenes y con poca experiencia, sin mayores conocimientos sobre las realidades económicas y políticas de las naciones que analizan, e incluso sin buen conocimiento del castellano o del portugués. El proceso en muchos casos se realiza desde ciudades del Norte, enfrentando problemas en el acceso a la información, dependiendo del uso de internet o fuentes locales nunca bien precisadas.

Por otro lado, se desprende de los indicadores considerados así como de la metodología empleada, que las evaluaciones sobre los aspectos sociales o ambientales no se incorporan de manera adecuada. En aquellos casos en que pueden ser tenidas en cuenta pueden desencadenar un efecto contrario: mayores exigencias sociales o ambientales pueden incrementar el riesgo país. Este tipo de cuestiones se analizarán en un próximo documento de trabajo.

Si bien las ventajas son importantes tanto para emisores como para inversores, las consecuencias que podrían tener las desventajas son de destacada relevancia. Como se indicaba más arriba, en esencia, la calificación de riesgo, es una **opinión**. A pesar de eso, la evaluación del riesgo país juega un rol preponderante para los países latinoamericanos ya que un cambio de nota podría significar una afluencia positiva de inversiones o bien una importante retirada de capitales adelantando un proceso de crisis. Esto fue lo que sucedió en diferentes países luego de un cambio desfavorable en la calificación.

Es importante destacar la rapidez con que cambian las calificaciones. Si la metodología empleada por las ECR es un proceso complejo es

difícil asimilar que por un cambio de política o por un anuncio del gobierno, en pocas horas cambie rotundamente la calificación de un país, inclusive muchas veces esto se produce por simples rumores. Si se plantea por parte de las ECR la dificultad de obtener datos confiables en los países emergentes más aún se hace difícil que una calificación cambie en pocas horas.

Otro aspecto fundamental, es la dificultad de obtener una verdadera independencia de las empresas calificadoras de riesgo respecto de las emisiones a ser calificadas. Muchas ECR son propietarias de empresas, bancos o empresas financieras, y por ello su posible interés en las calificaciones de los diferentes países de manera de provocar una posible movilidad de capitales.

Bajo estas circunstancias, está claro que es necesario desarrollar una nueva metodología de calificación del riesgo país que incorpore aspectos sociales y ambientales, y se construya bajo otra metodología, y además apunte en primer lugar a otros destinatarios: los ciudadanos de América Latina.

Referencias

Banco Central de Venezuela, "El Riesgo-País y sus Determinantes", Cuadernos BCV, Serie Técnica, Marzo 2000.

CEPAL, 2002. Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe, Santiago de Chile.

López Figueroa, Alfonso (2002) "La calificación del riesgo país"; Departamento de Investigaciones económicas; Banco de Guatemala.

Morales, Jorge y Tuesta, Pedro "Calificaciones de Crédito y Riesgo País".

Rapaport, Mario "El Verdadero Riesgo De Un País Consiste En Que No Crezca", [www.historiared.com/articulos y reportajes.htm](http://www.historiared.com/articulos_y_reportajes.htm)