

EL OTRO RIESGO PAIS

*Indicadores y desarrollo
en la economía global*

**R. Lapitz, D. Gorfinkiel,
A. Acosta, M. Flórez
y E. Gudynas**



EL OTRO RIESGO PAIS

*Indicadores y desarrollo
en la economía global*

Rocío Lapitz, Denise Gorfinkiel,
Alberto Acosta, Margarita Flórez y
Eduardo Gudynas (compilador)



1. INTRODUCCION

© CLAES sobre la presente edición excepto figuras donde se indique su fuente de origen.

Montevideo, enero 2005.

CLAES - Centro Latino Americano de Ecología Social
D3E - Desarrollo, Economía, Ecología, Equidad - América Latina

Publicado por CLAES/D3E, Magallanes 1334, Montevideo.
Casilla de Correo 13125, Montevideo 11700, Uruguay,
claes@adinet.com.uy
www.ambiental.net/claes - www.globalizacion.org/d3e



Ford Foundation

La elaboración de este documento fue coordinada por CLAES como parte del programa en globalización, ciudadanía y democracia que se realiza con apoyo de la Fundación Ford (bajo administración de CEUTA).

Las opiniones en esta obra son responsabilidad de los autores y no necesariamente comprometen a CLAES, D3E, o a las instituciones patrocinantes de esta publicación.

Las opiniones en esta obra son responsabilidad de los autores y no necesariamente comprometen a CLAES, D3E ni a otras instituciones patrocinantes de esta publicación.

Coscoroba es el sello editorial de CLAES y D3E. Coscoroba es el cisne o ganso blanco, un ave propia de ambientes acuáticos en el cono sur.

Impreso en enero de 2005 en Gráficos del Sur
Martínez Trueba 1138 - Montevideo 11200 - Uruguay
Tel./Fax 413 7370 - pedrocop@adinet.com.uy

Amparado al decreto 218/96
Comisión del Papel - Depósito legal 319.843/04

ISBN 9974-7893-0-3

Esta obra es tanto una reacción como una propuesta. Se inició como parte de distintos análisis frente a los temas globales, donde uno de sus más claras expresiones son los flujos globales de capitales. América Latina ha vivido a su ritmo por años, tanto en épocas de bonanza, recibiendo enormes cifras de dinero bajo la forma de inversión extranjera, como en tiempos de crisis, donde los agentes financieros internacionales presionaban e influían sobre las turbulencias políticas y económicas.

En esos tiempos el “riesgo país” se convirtió en una expresión corriente, usada no sólo en los círculos financieros, sino también en los medios de prensa y desde allí invadió el conocimiento cotidiano. El “riesgo país” era tanto una forma por la cual desde los ámbitos globalizados se incidía en los países Latinoamericanos, como una expresión palpable para amplios sectores de la población del poder de influencia de esos actores.

Por lo tanto surgió la iniciativa de reaccionar contra esos indicadores convencionales, y hacerlo apelando a un índice alternativo, que permitiera poner en eviden-

cia todo lo que se olvida en los procedimientos tradicionales. Pero también se apostó a poder actuar sobre los procedimientos tradicionales, presentando otra perspectiva para encarar estos problemas. De esta manera nació un ejercicio sobre el diseño y elaboración de un indicador de riesgo alternativo. En los capítulos siguientes se presentan los resultados de ese esfuerzo. Mientras el índice convencional es esencialmente económico, el nuevo indicador alternativo que proponemos incorpora aspectos sociales, políticos, tecnológicos y ambientales, buscando un enfoque mucho más balanceado sobre el desarrollo, incorporando la novedad del concepto de “riesgo país aceptable”.

El ejercicio de desarrollo del indicador de “riesgo país alternativo” se realizó en el marco del programa sobre globalización, ciudadanía y democracia de D3E CLAES (Desarrollo, Economía, Ecología, Equidad América Latina y Centro Latino Americano de Ecología Social). Los principales participantes han sido los autores de los diferentes capítulos de esta obra; además hemos contado con la colaboración de Gerardo Evia y Paola Visca. Los resultados preliminares de este trabajo se han publicado en la serie “Documentos de Discusión Global” de D3E CLAES, en el periódico en internet “La Insignia” (Madrid) y en la edición Latinoamericana de “Tercer Mundo Económico”; esos y otros reportes están disponibles en nuestro sitio web www.deudaexterna.com y una lista de los más destacados se presenta en el Apéndice 1. Esos textos han sido revisados y agrupados en esta obra. La propuesta además se presentó en diferentes encuentros en América Latina y su versión final se discutió en un taller convocado durante el Foro Social de las Américas (Quito, Ecuador), en julio de 2004. Todo este tra-

bajo, así como la publicación, se realiza con apoyo de la Fundación Ford.

Finalmente, es importante recordar que al decir que es un “ejercicio” se deja en claro que es una obra en marcha. Por lo tanto el esfuerzo debe continuar, y esperamos que se sumen nuevas versiones, sea integrando nuevas variables como modificando los procedimientos de análisis. En ese sentido el nuevo indicador alternativo sirve para dejar en evidencia impactos sociales y ambientales que pasan desapercibidos, así como para desnudar los procedimientos tradicionales que son muy reduccionistas y el grado de influencia de los procesos globales en América Latina. Pero también es útil para fortalecer a los propios movimientos ciudadanos, en tanto requiere analizar con cierto detalles sus propias expectativas y propuestas de desarrollo alternativo. Estos y otros atributos aparecen a lo largo de estas páginas.

Esperamos con este aporte promover una nueva mirada a los actuales procesos económicos y fortalecer las iniciativas ciudadanas que buscan un desarrollo más justo y solidario.

Eduardo Gudynas
compilador

2. EL “RIESGO-PAÍS” CONVENCIONAL, UN RIESGO PARA EL DESARROLLO

Alberto Acosta

Nuestras sociedades están atadas a la lectura que hacen las empresas calificadoras de riesgo. Nuestros gobernantes afirman o no su gestión a través del llamado “riesgo-país”: si éste sube, se preocupan, mas si éste baja, su satisfacción es inocultable. Un asunto de cuidado, pues sus impactos no son sólo económicos, sino que afectan la vida social y política de la sociedad en su conjunto.

¿Qué significa en realidad el “riesgo-país”? Éste, normalmente, indica el nivel de incertidumbre para otorgar un préstamo a un país. Mide la capacidad de dicho país para cumplir con los pagos del principal de un crédito y los intereses al momento de su vencimiento. Dicho en términos tecnocráticos, determina cuál sería la predisposición de un país para honrar las obligaciones contraídas con sus acreedores. Y el valor del “riesgo-país” surge de la diferencia entre las tasas que pagan los bonos del Tesoro norteamericano (que se asume son las de menor riesgo en el mercado, sin considerar los múltiples y graves riesgos existentes en los EE.UU. o provocados por los EE.UU.) y las que pagan

los bonos del respectivo país. De esta manera, se da una referencia del riesgo que se corre al invertir en un determinado país en función de la deuda externa que éste tiene.

Añejos índices de medición

Este tipo de medición es de vieja data. Ya a inicios del siglo XX, el Manual de Moody's, Revista Anual de los Valores de Estados, se calificaba los bonos estatales catalogándolos de acuerdo a sus perspectivas de redención, definiéndoles de las maneras más curiosas, como que "quien compre estos papeles, no invierte, especula" o que "tienen un carácter incierto y no pueden mirarse como atractivos desde el punto de una verdadera seguridad". Cabe anotar, de paso, que las bajas valoraciones de los bonos han caracterizado la deuda externa de los países latinoamericanos. El ecuatoriano Alberto Guerrero Martínez, encargado del Poder, se lamentaba en una conferencia sustentada en 1929, en tanto profesor de Economía y Ciencia de Hacienda de la Facultad de Jurisprudencia y Ciencias Sociales de la Universidad de Guayaquil, que "los títulos de (la) Deuda depreciados eternamente en los mercados, se sometieron a diversas conversiones sucesivas, en las cuales cumplida una, con pérdida para los acreedores esperanzados en mejores tiempos y alzada la cotización momentánea, seguía luego la nueva depreciación, después del acostumbrado decreto de suspensión del servicio..."

Esta baja cotización preocupaba a expertos de la época, como Luis Napoleón Dillón, quien veía en esta situación una limitación para conseguir nuevos préstamos: "Mientras tengamos en las Bolsas de Londres y Nueva York el índice constante de nuestro despresti-

gio en bonos cotizados en la cuarta parte de su valor nominal, no podremos pensar seriamente en consolidar nuestro crédito ni en atraer al país capitales que nos sean, en momento dado, absolutamente necesarios para equilibrar nuestras finanzas o fomentar nuestro desarrollo interno".

La percepción existente entonces sobre la baja cotización de los papeles de la deuda y su posible renegociación tiene una vigencia presente indudable, pues se creía entonces y se cree todavía que "es preciso entrar de lleno y con decisión, en arreglos con nuestros acreedores para obtener algún alivio, sobre todo teniendo en cuenta que los tenedores actuales de los bonos son, en su mayor parte, negociantes que los han obtenido de los primitivos prestamistas, a precios irrisorios y que, por tanto, no sufrirían en realidad pérdida alguna, al realizarse una conversión ventajosa para nosotros, habida cuenta de que casi una tercera parte de la suma adeudada corresponde a intereses atrasados. Necesitamos -decía Dillón- reducir el monto de nuestra deuda externa y asegurar su servicio exacto por medio y con la garantía del Banco Central de la República, a fin de descansar tranquilos sobre la certidumbre que no sea ilusoria, del restablecimiento de nuestro crédito externo".

Desde entonces las cotizaciones bajas sólo han sido aprovechadas por financistas y especuladores, sin que el Estado de nuestros países se beneficie de esta situación o que consiga que el servicio de la deuda se oriente por los valores deprimidos del mercado secundario.

En la práctica, entonces, más allá de cualquier explicación técnica, este "riesgo-país" se ha transformado en un indicador de la solvencia de un país y de la calidad de determinadas políticas económicas medidas (e incluso definidas) desde la lógica de los acreedores

de la deuda externa. Y esta medición sirve para sostener su influencia, con el apoyo de los consorcios transnacionales y de los organismos multilaterales de crédito, con la complicidad de los grandes grupos de poder en nuestros países y de los principales medios de comunicación vinculados a ellos, además, por cierto, de una generalizada ignorancia en la sociedad sobre los que significan estos índices de “riesgo-país”.

Engañosas apariencias tecnocráticas

Existen diversos factores puntuales que pueden modificar el “riesgo-país”: la inflación, la liquidez, las devaluaciones, el vencimiento de la deuda externa y, por cierto, el riesgo de incumplimiento del servicio de dicha deuda. Asimismo, otros factores de análisis del entorno son importantes. Entre ellos, destacan la estabilidad política, la estabilidad macroeconómica y fiscal, la situación del área geográfica del país, la fortaleza bancaria. Lo que cuenta también en este tipo de mediciones, es el nivel de consensos y compromisos para llevar a cabo o para completar las reformas estructurales acordadas con las demandas del Consenso de Washington.

Hay otros elementos que influyen positiva o negativamente. Por ejemplo, la firma de una Carta de Intención con el FMI tendería a bajar el “riesgo-país” por la presión que genera al aceptar políticas de corte ortodoxo, así como por la estabilidad macroeconómica y la disciplina fiscal ofrecidas en dichas Cartas; en la práctica no importa que (como demuestra la experiencia) los resultados de dichas Cartas no hayan resultado tan beneficiosos como se las promocionaba previo a su firma. No se considera que por efectos de la propia política

recesiva de inspiración fondomonetarista puedan aumentar los niveles de riesgo, ya que al recortar el gasto público, por ejemplo, se generan nuevas tendencias recesivas, o con más deuda externa, contratada para financiar el servicio de la propia deuda, muchas veces en condiciones que superan la real capacidad de pago de un país, crece el riesgo de no pago de la misma.

Otro aspecto relevante relacionado con el “riesgo-país” es su significación política. Este indicador involucra un elevado grado de subjetividad, lo que lo vuelve susceptible de manipulación. Esto lo convierte en un instrumento de control político. Siendo así, un bajo nivel de “riesgo-país” podría muy bien no reflejar una real estabilidad macroeconómica y menos aún el potencial de crecimiento de una economía, sino apenas la aceptación por parte de un gobierno de las condicionalidades de los organismos multilaterales de crédito, independientemente de su conveniencia o no.

En la actualidad se ha visto, por ejemplo que con el “riesgo-país”, en donde se refleja la lógica de los inversionistas extranjeros, se incide en procesos electorales. A la voluntad política de los pueblos, como se ha registrado en varias elecciones recientes, se la quiere domar esgrimiendo el cuento del “riesgo-país”. George Soros lo graficó magistralmente refiriéndose al proceso electoral en el que triunfó el presidente Luiz Inacio da Silva, Lula, en Brasil: “mientras en la antigua Roma sólo votaban los ciudadanos romanos, en el capitalismo global, sólo votan los capitalistas norteamericanos”, y lo hacen a través de sus empresas especializadas en determinar el “riesgo-país”. En suma, estos “electores *externos*” resultan “más respetables que los que somos electores *internos*, ciudadanos comunes y corrientes”, para ponerlo en palabras de Jürgen Schuldt. Y su peso

real (expresado a través de estas “encuestas internacionales de opinión”) es mucho más duradero que el de los ciudadanos de un país, cuya voz es consultada en períodos de dos o más años, mientras que los “electores externos” pueden pronunciarse, como afirma Schuldt, “todos los días, por no decir cada hora”.

En estos sistemas, las calificaciones se fijan por factores con un notable grado de subjetividad ya que dependen de las percepciones personales de los analistas, que en muchas ocasiones no son más que un puñado de personas (apenas cinco para el caso ecuatoriano, según el propio ministro de Economía de ese país), quienes, casi siempre, hacen sus “lecturas especializadas” por teléfono, por Internet o por simples percepciones y conjeturas acumuladas en un par de visitas a los países que monitorean, de los cuales apenas conocen relativamente bien los vestíbulos de los hoteles cinco estrellas en donde se alojan.

La metodología utilizada, entonces, deja mucho que desear. Sus calificaciones, por más que aparezcan rodeadas de un hábito de tecnología y metodologías modernas, se basan en percepciones y como tal son subjetivas (igual que el índice de Transparencia Internacional, ente creado para percibir ciertas manifestaciones de corrupción sólo en el sector público en función de los intereses de sus padrinos, entre otros del Banco Mundial; este organismo percibido como la última palabra en la lucha contra la corrupción, afincado en Alemania, tuvo como su primer presidente, en tanto vicepresidente de Ecuador, a Alberto Dahik, quien financió reuniones de Transparencia Internacional con gastos reservados del Estado y quien hoy, por una serie de delitos adicionales, se encuentra prófugo de la justicia de su país).

Los riesgos del índice de “riesgo-país”

La influencia de este tipo de índices, cuya lectura ritualizada incide permanentemente en las economías consideradas como emergentes, puede incluso dificultar la reactivación del ciclo productivo de un país (Inversión = trabajo = producción). Dependiendo de dicha lectura, los inversionistas internacionales e incluso nacionales pueden tener menos confianza para colocar sus capitales en un país, propiciando con ello, incluso, la fuga de capitales de la economía nacional. Esta sería una suerte de protesta del capital de consecuencias sumamente perniciosas.

Además, hemos descubierto un tema más por el cuál atormentarnos. El concepto de “riesgo” ya nos pone en guardia. Para (casi) todos es conocido el cúmulo de problemas que agobian a los países subdesarrollados. Pero cuando la sociedad, en forma casi constante, está pendiente de la lectura de “riesgos” que se puede hacer, termina por tergiversar el papel de un indicador, que se transforma casi en un objetivo. Y lo malo muchas veces termina por ocurrir, justamente porque se descuida los temas de fondo. Esto en términos teóricos se conoce como profecía autocumplida.

Los resultados de esta lógica perversa están a la vista: en el país se archiva la búsqueda de alternativas, disminuye la iniciativa propia e incluso la creatividad. Todo sumado podría reflejarse en una disminución de la productividad e incluso de las posibilidades mismas de desarrollo. Las experiencias vividas con el uso y sobre todo abuso del “riesgo-país” completan un círculo nocivo, que confirma de que si no aplicamos en su totalidad la receta del Consenso de Washington no saldremos del atolladero, cuando en realidad muchas veces por aplicar una re-

ceta, que con frecuencia no se ajusta a la realidad de nuestros países, se complican más las cosas.

De lo anterior se desprende, con claridad, la trascendencia del “riesgo-país”. En efecto, la principal implicación que conlleva el “riesgo-país” convencional se refiere a limitar, delinear, modificar o simplemente describir el probable comportamiento de los capitales foráneos (préstamos externos e inversión extranjera) e incluso domésticos, según se considere alto o bajo el riesgo. Por otro lado, su significación tiene alcances mucho más reveladores. Para comprender esto debe partirse de la noción misma de “riesgo-país”, como una medición de las posibilidades efectivas de servir la deuda externa, que se refleja en desigualdad de las tasas de interés. ¿Cómo concebir esto en la realidad? Si un país tiene problemas políticos o socioeconómicos que afecten su capacidad de servir la deuda, estos se verán reflejados (conforme a la lógica irracional del capitalismo) en un incremento de las tasas de interés y por tanto del servicio de la deuda. Por ejemplo, si los EE.UU. reciben un crédito de 1 millón de dólares a 3,99% anual, al cabo de un año deberán pagar por intereses 39.900 dólares; pero si un país pequeño de Nuestra América recibe un crédito similar, luego de un año deberá pagar 194.600 dólares de intereses. De esta forma, el país con problemas de solvencia deberá pagar, en este caso una suma casi 5 veces mayor que la del país solvente por concepto de intereses. De ello se deduce que el “riesgo-país”, al ser un reflejo de las condiciones socioeconómicas y políticas de un país, más que un medidor de insolvencia puede ser considerado un causante de ella.

Justamente por el peso que tiene este tipo de indicadores, se precisa comprender su significado y sus

alcances. Como se demuestra en este libro, con estudios de riesgo que hacen empresas especializadas, cuya actividad pionera, como se manifestó antes, se remonta a principios del siglo pasado, se analiza la capacidad de pago de la deuda externa de un país y, últimamente, el “peligro” que correría una inversión extranjera. Eso es lo que cuenta. Este “riesgo-país”, hay que reconocerlo desde el inicio, no habla sobre la calidad de vida de los habitantes de un país o sobre su capacidad para desarrollarse.

Incapacidad de estos índices para medir lo que miden

Como se señaló antes, es normalmente una medida del precio de los bonos de la deuda, que sube cuando baja el “riesgo-país” o viceversa. Y esto lo perciben a través de algunos factores, pero particularmente a partir de la política económica, con lo que, de carambola, las calificadoras inciden en la determinación de la orientación y objetivos de dicha política.

En estricto sentido estos índices ni siquiera garantizan la decisión que tome un inversionista, pues las mediciones de aceptación de los compromisos con los acreedores cubren un período muy corto, que normalmente no refleja la real capacidad de pago de un país y menos aún su potencial de desarrollo. En este punto asoma como un ejemplo incontestable de las limitaciones de este tipo de índices, la crisis argentina: en este país estos indicadores (alentados por el FMI, habría que reconocerlo), daban señales de confianza a los inversionistas y a los acreedores cuando la economía caminaba hacia el colapso; quizás estas mediciones, como sucedió sin duda alguna con la gestión del FMI

durante este período, contribuyeron para que algunos grandes inversionistas puedan retirar sus capitales de la Argentina.

Martin Krause fue sumamente expresivo y de alguna manera también condescendiente con el “riesgo-país”, cuando, en julio del 2001, en medio de la vorágine económica que se vivía, afirmaba que “La realidad es que los políticos se mueven al compás del indicador; cada vez que sube un 5 por ciento se anuncian nuevas medidas y si el aumento es mayor, se cambian ministros. Claro que a los políticos no les gusta que el riesgo-país los obligue a cierta austeridad y, al mismo tiempo, la “voz” de los argentinos se ve disminuida. Pero mientras el estado argentino siga gastando lo que no tiene y no pueda pagar la deuda que generó bailaremos todos el tango del riesgo-país.”

También cabría recordar, que justamente en el tiempo de la caída de la convertibilidad en Argentina, y ante el fracaso de los mecanismos existentes para enfrentar el tema del sobreendeudamiento, algunos funcionarios del gobierno norteamericano y del propio FMI (a la cabeza Ann Krueger, subdirectora del Fondo) llegaron a plantear una salida ordenada del problema a partir de una nueva lógica de los acreedores y teniendo al FMI como portal de un procedimiento para procesar la insolvencia de los países deudores. A pesar de que no prosperó, esta iniciativa del FMI constituye una demostración de que las cosas no funcionan como se las viene instrumentando y que son objeto de mediciones de los afamados índices de “riesgo-país”.

Aquí cabría recordar que un arreglo definitivo de un grave problema de sobre endeudamiento externo se logró el 27 de febrero de 1953, en Londres, cuando los acreedores de Alemania le dieron a este país un tra-

tamiento financiero adecuado y la garantizaron la capacidad de pago asegurándole la compra de sus productos y no imponiéndole condiciones imposibles de cumplir, como ha sucedido con los países latinoamericanos. Este caso llama la atención por la acción de los acreedores, quienes, hace más de medio siglo, fueron más eficientes en términos económicos y aún más humanos que el Banco Mundial, el FMI o el Club de París en la actualidad.

Como se ha demostrado, una y otra vez, estos índices al responder al interés particular de corto plazo de las propias calificadoras y sus clientes, o por sus variaciones tan rápidas, fluctuantes y arbitrarias, no resultan sostenibles.

El verdadero riesgo de los índices de “riesgo-país”

Como conclusión de todo lo expuesto anteriormente, “el verdadero riesgo para un país (como con acierto afirma Mario Rapaport) 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 externo, que no haya un aparato productivo y exportador viables. El país está en riesgo cuando sus ciudadanos no tienen perspectivas de progreso, cuando sus hijos se van a vivir al exterior, o sus nietos, si es que se quedan deben seguir pagando una deuda que no tomaron”.

Como demuestra la historia, sobre todo en estos últimos años, en los que ha estado omnipresente la influencia del “riesgo-país” en nuestros países, el verda-

dero riesgo se ha hecho presente con gobernantes que pretenden imponer los intereses transnacionales asesiando a su población, o traicionando su palabra y la confianza de sus electores. O sea que el desarrollo será imposible, mientras se sostenga el actual modelo socioeconómico excluyente y depredador, especulador y sumiso al capital financiero, apuntalado con lecturas de un índice de “riesgo-país” que constituye otro riesgo para nuestros países.

En este contexto, la propuesta que se desarrolla en las siguientes páginas va más allá de la formulación de indicadores del bienestar, como el planteado en 1989 por Herman Daly y John Cobb Jr. Dicho indicador, recordémoslo, fue una respuesta a las críticas sobre las limitaciones del PIB y otros indicadores netamente macroeconómicos, al tratar de tomar en cuenta el aspecto económico, social, y ambiental del bienestar humano. El Índice de Bienestar Económico Sustentable, como se lo llamó, parte del PIB, para luego corregirlo, y sumar o restar variables monetarizadas (económicas, ambientales y sociales), las mismas que serían las determinantes del bienestar. Sin embargo, sin negar lo sugerente de la propuesta de Daly y Cobb, cabe señalar que su aporte se minimizó especialmente por ser una visión excesivamente monetizada, que impide abrir el abanico de variables no crematísticas indispensables en la construcción de otro tipo de sociedad.

En estas condiciones, aportes como el que se presentan en este libro, constituyen una gran oportunidad no sólo para denunciar las limitaciones y falacias de los sistemas de “riesgo-país” dominantes, que recrean permanentemente nuevas incertidumbres, sino que, al discutir metodologías para calcular de otra manera y con renovados contenidos otros índices de “riesgo-país”, se

avanza en el diseño de una herramienta constructivista para intentar medir cuán lejos o cuán cerca estamos de la construcción democrática de sociedades sustentables. Esto es, en sí, una demostración palpable de como la crítica puede dar un salto cualitativo al abrir la puerta al diseño de propuestas viables y renovadoras, tal como lo plantean los autores y las autoras de este libro.

3. CONCEPTOS Y MÉTODOS EN LA EVALUACIÓN DEL RIESGO PAIS

Denise Gorfinkiel y Rocío Lapitz

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 que se dedicarán a esas tareas. 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 de 1970 se funda la primer Empresa Calificadora de Riesgo (ECR) fuera de Estados Unidos, en Canadá, y en América Latina nacen a fines de la década de 1980.

Las ECR sostienen que su propósito es dar una opinión como entidad independiente, que se especializa 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 en la primera mitad de la década de 1990, y en especial aquellos de características especulativas, explican la fuerte presencia que han tenido en los últimos años las ECR (Fig 3.1).

El “riesgo país” convencional es un indicador de las posibilidades del pago de las deudas. Esa evaluación se realiza por diversos procedimientos, y a pesar de incluir componentes cuantitativos no dejan de ser opiniones y por tanto están condicionadas por la subjetividad. A pesar de su enorme influencia, formalmente 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 latinoamericano 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

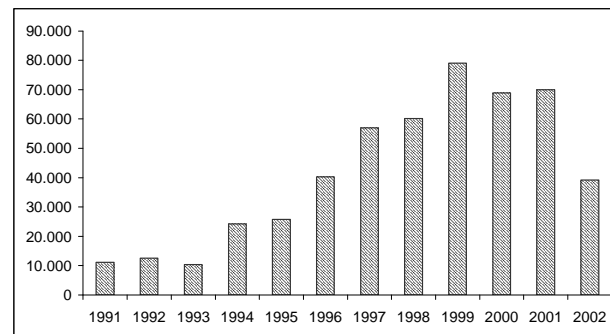


Figura 3.1.- Inversión extranjera directa en América Latina y el Caribe. En millones de dólares; elaboración propia en base a datos de CEPAL 2002.

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.

Conceptos y definiciones

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. Es corriente que ese riesgo sea presentado como un indicador que revela el nivel de riesgo que corre un inversionista en no poder recuperar sus inversiones en un cierto país; es por lo tanto una evaluación de la capacidad de responder a los compromisos de pago de las deudas asumidas. 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.

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. Otros sostienen 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.

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 Interna de Retorno (T.I.R) de la inversión, la que 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 EE.UU. El valor de ese índice representa el nivel de esa prima de riesgo al que están dispuestos a colocar sus valores los inversores.

El riesgo soberano refiere a la capacidad y predisposición que tiene un país para pagar sus deudas; implica la probabilidad de que las acciones de un gobierno puedan afectar directa o indirectamente su capacidad en cumplir con sus obligaciones en tiempo y forma. No se habla del Mercado de Bonos y Títulos Públicos, sino 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 expresa la máxima calificación máxima en un determinado país, y por lo tanto ninguna otra entidad de ese país podrá tener una mejor calificación de riesgo. El hecho de tomar como tope el riesgo soberano estaría justificado sobre la base de que un default del Estado llevaría al resto de los emisores loca-

les 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.

Existen diferentes ECR, que ofrecen diferentes evaluaciones. Por ejemplo, la consultora internacional J.P. Morgan Chase, califica 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, empresas internacionales calificadoras de riesgo de crédito como Moody's, Standard & Poor's o Fitch-IBCA asignan calificaciones a las emisiones de deuda soberana. Los reportes realizados por estas distintas empresas buscan evaluar las posibilidades que existen para generar los recursos necesarios a fin de cumplir con los compromisos asumidos.

Metodología de la Calificación

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 cen-

tral. 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.

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. 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.

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 3.1 presenta varios ejemplos. 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.

Si bien las diferentes calificadoras de riesgo llevan a cabo el cálculo de riesgo país siguiendo sus propias metodologías, en esencia todas ellas son parecidas. Standard & Poor's tiene en cuenta, por ejemplo, ocho aspectos para evaluar el riesgo soberano de un país: Deuda pública (activos financieros gubernamentales, 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).

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, y posición competitiva a nivel internacional. Asimismo se analizan sus planes y estrategias de negocio, calidad y composición de la adminis-

tración, marco legal y situación accionaria; se consideran los proveedores, clientes, políticas de control, etc. Otro criterio utilizado se apoya en métodos cuantitativos, considerando aspectos contables, financieros, cuál es su composición de costos, proyecciones de mercado, flujos de ingresos y egresos, cifras de facturación, etc.

Los elementos considerados para evaluar al emisor son:

- 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, también se evalúan algunos elementos de cada 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.

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 modificar su calificación.

También 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 distintos riesgos se asocian al tipo de deudor (soberano o no soberano), al tipo de ries-

Cuadro 3.1.- Clasificación de tipos de evaluaciones de riesgo. Basado en Morales y Tuesta (1998).

		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)	

go (político, económico o financiero), e incluso a la posibilidad de repago.

Índice de Riesgo País

El índice de riesgo país elaborado por J.P. Morgan para los denominados "mercados emergentes" (EMBI+, Emerging Market Bond Index), mide 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. Como el EMBI+ agrupa a todas esas naciones, una cesación de pagos o incumplimiento de alguno de esos países 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 esos 16 países, reflejando la cotización de los bonos de cada nación en particular. Es un indicador ponderado, ya que 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 de EE.UU. 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:

Riesgo País = Tasa de rendimiento de los bonos de un país - 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 27,08% 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 2.458 puntos. Los principales factores que influyen en la determinación del riesgo país se presentan en el Cuadro 3.2.

Riesgo Soberano

Otra manera de medir el riesgo país se basa, 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 & Poor's 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 de 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

Cuadro 3.2. 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.

Cuadro 3.3. Componentes de la calificación de riesgo

Factores de Riesgo	Ponderación %	
Indicadores Analíticos		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	
Indicadores Crediticios		30
Indicadores de Deuda basado en 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	
Indicadores Del Mercado		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 3.4. Nomenclatura de clasificaciones de riesgo

	<i>Standard & Poor's</i>	<i>Moody's</i>	<i>Fitch-IBCA</i>	<i>Duff & Phelps</i>
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

(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 en el ámbito 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 3.4.

En las calificaciones de Moody's se adicionan 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

Cuadro 3.5. 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

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 doce meses, el énfasis se pone sobre la liquidez necesaria para cumplir con los com-

Cuadro 3.6. Ejemplos de calificaciones de riesgo de largo y corto plazo en moneda extranjera y moneda local. Basado en Fitch-IBCA para agosto 2003.

	Moneda extranjera		Moneda local	Outlook
	Largo Plazo	Corto Plazo	Largo Plazo	
Argentina	DDD	C	CC	-
Brasil	B	B	B	Negativo
Chile	A-	F1	AA-	Estable
Colombia	BB	B	BBB-	Negativo
Costa Rica	BB	B	BB+	Estable
Ecuador	CCC+	C	-	Estable
El Salvador	BB+	B	-	Negativo
México	BBB-	F3	BBB	Estable
Panamá	BB+	B	BB+	Negativo
Perú	BB-	B	BB+	Negativo
Uruguay	B-	B	B	Negativo
Venezuela	CCC+	C	CCC	Negativo
EE. UU.	AAA	F1+	AAA	Estable
Canadá	AA+	F1+	AAA	Estable

promisos financieros en tiempo y forma. En el Cuadro 3.5 se aprecia la escala de calificaciones de corto plazo. Finalmente en el Cuadro 3.6 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.

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 afecten el valor de las transacciones comerciales o financieras. Las fuentes del riesgo 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, tanto por la incertidumbre sobre las políticas que se seguirán en busca del desarrollo económico, así como también por la dificultad de obtener datos confiables.

El proceso de calificación también 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 cuál 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 (en el capítulo 4 se presenta un análisis más detallado sobre las limitaciones). 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.

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, tanto en países industrializados como en desarrollo. El ex presidente de Brasil, Fernando Henrique Cardoso (2002) cuestionó a las empresas calificadoras de riesgo, enfatizando que existe una especie de mio-

pía 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”.

Es posible argumentar que las calificadoras de riesgo han aumentado la interdependencia del orden internacional actual. En el complejo mundo multicéntrico compuesto por actores muy diversos y relativamente autónomos, con procesos y reglas propias, la economía global ha adquirido un papel relevante. La mundialización de los mercados financieros y su comportamiento determina movimientos de capital, el crédito y por tanto las economías de los países y la calidad de vida de los individuos. Es en ese nivel donde las calificadoras de riesgo inciden en ciertos aspectos 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. Entre las ventajas se postula 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 indica que la calificación en realidad no es “precisa” ya que es una

opinión que depende en gran medida de la credibilidad en la empresa calificadoras, que a su vez está limitada por la independencia de las entidades a ser calificadas, rigurosidad técnica, cobertura de información, etc. También existe una falta de datos confiables en países subdesarrollados, y las evaluaciones sufren una fuerte influencia en los mercados de capitales. También se cuestiona que en muchos casos la calificación la realizan una o unas pocas personas, 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.

Además, también genera suspicacias la rapidez con que cambian las calificaciones. Si la metodología empleada por las ECR es un proceso complejo es difícil aceptar que por un cambio de política o por un anuncio del gobierno, en pocas horas cambie la calificación de un país. Si se plantea por parte de las ECR la dificultad de obtener datos confiables en los países emergentes, se hace todavía más difícil entender estos repentinos cambios. 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 entidades financieras, y por ello su posible interés en las calificaciones de los diferentes países de manera de provocar una posible movilidad de capitales.

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 logran ser tenidas en cuenta pueden desencadenar un efecto contrario: mayores exigencias sociales o ambientales pueden incrementar el riesgo país. Estos y otros aspectos se analizan en los capítulos siguientes.

Si bien las ventajas son importantes tanto para emisores como para inversores, las consecuencias que podrían tener las desventajas son de destacada relevancia. Si bien la calificación de riesgo es una opinión, la evaluación juega un rol preponderante para los países latinoamericanos ya que un cambio de nota podría significar una afluencia de inversiones, mientras que una negativa desencadena la retirada de capitales, y en algunos casos provocando una crisis. Esto fue lo que sucedió en diferentes países luego de un cambio desfavorable en la calificación.

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.