



CRÉDITO Y RIESGO PAÍS

Por: *Manfredo Erazo*¹

merazo@secmca.org

Introducción

El propósito de este trabajo es el de clarificar los conceptos utilizados en las calificaciones de riesgo de un país y ver la evolución de los países miembros del Consejo Monetario Centroamericano, derivado de las políticas de gobernabilidad y transparencia de los países y de la política monetaria, crediticia y cambiaria que los bancos centrales ejecutan en la región.

I. Definiciones de riesgo

En las operaciones financieras y de inversión en el ámbito internacional existe diversidad de factores o riesgos que afectan la percepción de rentabilidad y seguridad. El "riesgo" puede estar asociado al tipo de deudor (soberano o no soberano), al tipo de riesgo (político, financiero o económico), o a la posibilidad del repago (libertad de transferencia de divisas, voluntad de cumplimiento y ejecución del pago). Nagy define "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 país" califica a todos los deudores del país, sean éstos públicos o privados. El "riesgo soberano" es un subconjunto del riesgo país y califica a las deudas garantizadas por el gobierno o un agente del

gobierno. El "riesgo no soberano" es, por excepción, la calificación asignada a las deudas de las corporaciones o empresas privadas.

Para Hefferman y Ciarrapico el "riesgo país" y "riesgo soberano" son sinónimos. En su opinión, riesgo país y riesgo soberano se refieren al riesgo que proviene de préstamos o deudas públicamente garantizadas por el gobierno o tomadas directamente por el gobierno o agentes del gobierno.

En general, el "riesgo país" trata de medir la probabilidad de que un país sea incapaz de cumplir con sus obligaciones financieras en materia de deuda externa, esto puede ocurrir por repudio de deudas, atrasos, moratorias, renegociaciones forzadas, o por "atrasos técnicos"².

Riesgo país, riesgo comercial y riesgo crediticio.³

El "riesgo país" está referido al país en su conjunto. El "riesgo comercial" corresponde al riesgo que surge por alguna transacción o actividad comercial (de intercambio de bienes y servicios, emisión de deuda o inversión) o por operaciones fuera del país deudor. El "riesgo comercial" está asociado a las acciones del sector privado que pueden elevar la exposición o la probabilidad de una pérdida. Algunos autores como De Boysson denominan "riesgo comercial" como "riesgo mercado".

El "riesgo crediticio" es el riesgo proveniente de actividades crediticias y evalúa la probabilidad de incumplimiento en los compromisos de una deuda. Para un banco, el "riesgo crediticio" es

¹ Economista Visitante del Consejo Monetario Centroamericano (CMCA). Especialista en Macroeconomía Aplicada, Universidad Pontificia Católica de Chile. Las opiniones expresadas por el autor no necesariamente reflejan los puntos de vista del CMCA.

² En esta categoría se podría incluir los atrasos producidos por ineficiencias en la transferencia de fondos o por demoras burocráticas, entre otros.

³ Para este acápite se han tomado los conceptos presentados en Murinde (1996).



una parte importante en la evaluación de su "riesgo comercial". En este sentido, los bancos (o acreedores) están interesados en aislar y reducir su exposición al riesgo.

En el apartado II trataremos el análisis de las metodologías de calificación de riesgo⁴. Riesgo político, financiero y económico. No existe un consenso claro sobre los componentes en la evaluación del riesgo país. Así, Herring considera que el riesgo país se descompone en riesgo político, económico, social y cultural, mientras que Erb, Harvey y Viskanta, siguiendo la metodología del "International Country Risk Guide", consideran que el riesgo país se constituye por riesgo político, financiero y económico. De otro lado, Kobrin (1982) y Overholt consideran que existe una estrecha interrelación entre el riesgo político y económico, por lo que su trato diferenciado no debería realizarse.

Sobre el particular, Simon define "riesgo político" como el desarrollo de aspectos políticos y sociales que puedan afectar la posibilidad de repatriación de inversión extranjera o el repago de deuda externa. Demirag y Goddard añaden a esta definición el componente de interferencia por parte del gobierno que podría afectar la rentabilidad o estabilidad de la inversión extranjera o el pago de la deuda externa. En términos generales, el riesgo político se asocia a la inestabilidad política⁵ y a la voluntad de pago (willingness to pay) por parte del gobierno (o de la autoridad responsable).

Según la metodología del International Country Risk Guide, el riesgo financiero y el riesgo económico están asociados a la capacidad de pago del país. El "riesgo financiero" evalúa el riesgo al que están expuestos los países por potenciales pérdidas ante controles de cambios, expropiaciones, repudios y atrasos de deudas, o por problemas operativos en el procedimiento de pagos por el sistema financiero local. El "riesgo económico" se refiere a la posibilidad de incumplimiento debido al debilitamiento de la economía del país, tanto en el campo externo como en el campo interno.

Riesgo de transferencia, riesgo de pago y riesgo de ejecución.⁶ La calificación del "riesgo país" también está asociado al sistema cambiario, a los controles sobre los flujos de capitales, marco legal y operativo que haga viable la posibilidad del repago de deuda o a la repatriación de inversiones. Se distinguen tres tipos de riesgo: el riesgo en la transferencia, el riesgo en el pago y el riesgo en la ejecución. Ver definición en el Cuadro 1.

⁴ Los bancos centrales, por su parte, están interesados en saber si el sistema financiero es seguro y solvente. Sobre este punto se podrían utilizar las metodologías propuestas en Paroush (1992) y Jorion (1997), entre otras.

⁵ Esto se refiere tanto a la inestabilidad de las medidas políticas, como a la inestabilidad del gobierno en el poder.

⁶ Para este acápite se ha utilizado los conceptos expuestos por De Boysson (1997).



Cuadro 1

Riesgo de transferencia, riesgo de pago y riesgo de ejecución

Riesgo de transferencia	Riesgo de pago	Riesgo de ejecución
El "riesgo de transferencia" o el riesgo de que por una disposición legal efectiva no se permita la remesa de divisas para el pago de deudas o para la repatriación de capitales. Este tipo de riesgo limita la transferencia de activos hacia el exterior y es un riesgo que se origina por la relativa poca disponibilidad de divisas. Para evaluar este tipo de riesgo se analizan las cuentas externas del país y los precedentes legales sobre el particular.	En el "riesgo de pago" no existe una disposición formal que prohíba la transferencia de activos hacia el exterior, sino que el estado de las cuentas fiscales (o de las corporaciones) no permite destinar recursos para el pago de obligaciones con el exterior, presentándose dificultades para el cumplimiento oportuno de estas deudas. Esto puede ocurrir por un fuerte shock externo o por el desorden económico que conduzca a la insolvencia del gobierno (o de la corporación).	El "riesgo en la ejecución" se refiere a las posibles pérdidas por dificultades en el procedimiento de pago. Este riesgo puede ser ocasionado por problemas técnicos (dificultades en la transferencia de datos, infraestructura obsoleta), aspectos sociales (huelgas, feriados laborales), marco político (licencias burocráticas, cambio abrupto en los impuestos, congelamiento de contratos, nacionalizaciones) y contexto geopolítico (embargo, conflictos internacionales), entre otros.

Estados Unidos desde principios del siglo XX⁷, pero es a partir de la década de los 70's en que este rubro se torna bastante activo e importante. Esto se debe a la mayor participación de las empresas y gobiernos en operaciones financieras internacionales.

A partir de ello empiezan a desarrollarse una serie de modelos teóricos y técnicas para evaluar sistemáticamente el riesgo asociado a operaciones financieras o de inversión. En las siguientes líneas detallaremos los principales enfoques para evaluar el riesgo país y los métodos o técnicas más empleados para ello.

Enfoques teóricos para evaluar el riesgo país

Se utilizan dos aproximaciones teóricas para evaluar el riesgo de cesación de pagos de un país. El primero, conocido como el de la capacidad de pago del servicio de la deuda, y el segundo es identificado como la teoría del costo beneficio. Una breve definición de cada enfoque se encuentra en el Cuadro 2.

II. Enfoques teóricos y métodos de calificación de riesgo

El análisis del riesgo país es tan antiguo como las operaciones de endeudamiento o inversión internacionales que se llevaron a cabo entre las Ciudades-Estado del Mar Mediterráneo. En el Mundo Moderno, las empresas calificadoras de riesgo existen en

7 En 1900 Moody's inicio sus operaciones calificando bonos corporativos, en 1916 y 1922 hicieron lo mismo las empresas que formaron Standard & Poor's, mientras que Fitch empezó en 1913. Desde 1932 Duff & Phelps se dedica a la investigación y calificación de empresas de diversos giros. En 1900 Moody's inicio sus operaciones calificando bonos corporativos, en 1916 y 1922



Cuadro 2
Enfoques teóricos de calificación de riesgo

Capacidad de pago	Costo beneficio
El enfoque de "capacidad de pago" considera que la cesación de pagos nace de un deterioro no intencional de la capacidad y voluntad del país de cumplir con sus deudas debido a un manejo errado de corto plazo, problemas estructurales o choques externos. La probabilidad de cesación de pagos ocurre por problemas de iliquidez de corto plazo o por insolvencia de largo plazo.	Este enfoque fue presentado por Freeman (1979) y formalizado por Eaton y Gersovitz (1981). La teoría del "costo beneficio" se basa en las ventajas de renegociar una deuda como elección racional, basado en los costos y beneficios de la renegociación de un pasivo o, simplemente, dejar de pagar o repudiar una deuda.

Capacidad de pago del servicio de la deuda

En este enfoque se utilizan un conjunto de variables claves como indicadores de problemas de iliquidez futura. Un bajo nivel de exportaciones puede aumentar la posibilidad de problemas de liquidez en el corto plazo, en cambio una caída en el producto afectará la solvencia en el largo plazo. Similarmente, a medida que el coeficiente de la deuda respecto al PBI sea mayor o que el coeficiente reservas respecto a importaciones sea menor, el riesgo de una iliquidez inesperada será mayor y por lo tanto peor la calificación del país. Inversamente, si la cuenta corriente es positiva o si existen choques externos positivos en el período anterior a la calificación se esperaría que ésta mejore. La tasa de inflación puede ser tomada como una variable que aproxima la calidad del manejo económico y el tipo de cambio real efectivo puede ser usado para evaluar la competitividad de la economía.

Teoría costo-beneficio

Este enfatiza cuatro motivos que puede tener un país para incurrir en deuda externa: el

motivo de suavizamiento de consumo en el tiempo, el motivo de reputación, el motivo de inversión basado en una expectativa de mayor productividad y el motivo de ajuste, basado en una medida de sostenibilidad.

Estos determinan la probabilidad de cesación de pagos y por lo tanto son esenciales en la evaluación de riesgo del país.

Por ejemplo, un país susceptible a choques externos tiene un mayor incentivo a suavizar su consumo en el tiempo manteniendo acceso a los mercados financieros internacionales (motivo de suavizamiento). Mayor apertura al comercio también significa mayor vulnerabilidad a cambios en el mercado internacional y por lo tanto un mayor costo de cesación de pagos (motivo reputación). Un mayor crecimiento del PIB puede ser un indicador de un producto marginal mayor y por ende indicaría que es más beneficioso el permanecer en el mercado internacional (el motivo inversión) y finalmente un déficit comercial grande puede crear preocupaciones por parte de los inversores acerca de la habilidad del país para servir su deuda (el motivo de ajuste).

Métodos de análisis de calificación de riesgo

La evaluación sistemática de riesgo país fue desarrollada en la década de los 70's con el propósito de facilitar la valoración del mismo y de estimar la probabilidad de incumplimiento de un país (o deudor), en operaciones crediticias o de inversión internacionales, y facilitar su comparación con similares de otros países. Siguiendo el trabajo realizado por Goodman, los principales métodos de riesgo país utilizados actualmente pueden clasificarse básicamente en tres grupos: métodos cualitativos, métodos de checklist y métodos estadísticos.



Métodos cualitativos

Los métodos cualitativos de análisis de riesgo país pueden tomar la forma de reportes "ad-hoc" que tocan aspectos económicos, políticos, sociales y culturales de un país en particular. Este tipo de reportes es criticado porque contienen un reducido análisis de proyecciones, no permite comparar países de riesgo similar y se limitan a ser informes muy específicos.

El propósito principal de esta clase de reportes es evaluar las posibilidades para generar los recursos necesarios para cumplir con los compromisos de deuda externa. Para este fin se incluyen indicadores económicos y políticos como los presentados en el Cuadro 3.

Cuadro 3

Contenido hipotético de los reportes estandarizados de riesgo país

Indicadores/Sector	Estadística
Indicadores Económicos	
Economía interna	Crecimiento de la población, PBI per cápita, estructura del PBI, ratio de inversión/producto (ICOR), tasa de desempleo, inflación, tasa de ahorro e inversión
Balanza de pagos	Importaciones, exportaciones, (X+M)/PBI, composición de X y M, tasa de crecimiento
Aspectos fiscales	Déficit fiscal/PBI, composición de gastos e ingresos fiscales
Aspectos monetarios	Agregados monetarios, dolarización
Aspectos de deuda	Créditos públicos y privados, de corto y de largo plazo, desagregación por fuente financiera, ratios de deuda, etc.
Indicadores Políticos	
Tipo de gobierno y sucesión	
Homogeneidad de la población	
Relaciones diplomáticas	
Vínculos de comercio exterior	
Tendencias políticas de largo plazo	
Tendencias sociales de largo plazo	

Fuente: Murinde (1996).

En general, la ventaja que tienen los reportes estandarizados de riesgo país sobre los reportes "ad-hoc" es que los primeros están basados en un formato regular que facilita la comparación con estudios similares para otros países.



Métodos de checklist

Este método de análisis de riesgo país es similar al de reportes estandarizados pero que ofrecen apreciaciones estadísticas y cualitativas como indicadores comparativos en términos ordinales (ranking) y cardinales (puntajes). El Cuadro 4 contiene un modelo de checklist de lo que podría incluir un estudio de riesgo país.

Cuadro 4

Modelo hipotético de checklist para un país

Área de análisis	Indicadores
Economía interna	Población, PBI, oferta monetaria, PBI per cápita, inflación, tasa de desempleo, ahorro inversión, déficit fiscal
Balanza de pagos	Exportaciones, importaciones, (X+M)/PBI, índices de protección efectiva, atraso del tipo de cambio real
Activos internacionales	Reservas internacionales, créditos no usados del FMI, otros activos internacionales
Estructura de deuda	Deuda pública y privada externas
Análisis de deuda	Deuda pública y privada externas
Ratios de deuda	Ratios de servicio de deuda; deuda/PBI, deuda/exportaciones, RIN/deuda
Variables políticas y sociales	Estabilidad política, aprobación presidencial, tasa de desempleo, índice de pobreza, distribución del ingreso

Fuente: Murinde (1996).

Métodos estadísticos

Estos métodos están básicamente diseñados para realizar pruebas empíricas sobre los esquemas teóricos presentados anteriormente. En este sentido, algunos de ellos buscan medir la capacidad de pago de

un país mientras que otros son modelos de predicción de reestructuración de deudas.

III. Agencias calificadoras de riesgo

En este apartado analizaremos los distintos tipos de clasificadoras de riesgo y la problemática en la asignación de calificaciones. Para empezar diremos que las agencias calificadoras de riesgo son organizaciones especializadas en la evaluación de empresas, deudas soberanas y de países. Dependiendo del tipo de deudor, estas empresas especializadas se dividen en clasificadoras de riesgo soberano o clasificadoras de riesgo corporativo.

Clasificación de las agencias calificadoras

En un primer grupo se pueden distinguir agencias que califican al país en su conjunto, mientras que hay otras que realizan un trabajo específico para calificar el riesgo de deuda soberana. En un segundo nivel se pueden distinguir empresas que emplean información cualitativa, mientras que otras utilizan información cuantitativa para establecer una calificación o un ranking. Siguiendo estos criterios se ha elaborado el Cuadro 7.



Cuadro 7

Clasificación de las agencias calificadoras de riesgo

	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) Euro money Country Risk EFIC's Country Risk Japanese Center for International Finance PRS: ICRG y IBC index	Moody's Investor Services Standard and Poor's Rating Group Duff & Phelps Credit Rating (DCR) IBCA, Fitch Thomson Bank Watch Inc.
	Cuantitativa	Bank of America (Country Risk Monitor)	

Nota: PRS son las iniciales de Políticas Risk Services, Fuente: Erb y otros (1996).

IV. Calificación de riesgo para la Región Centroamericana y Republica Dominicana

La región ha recibido calificaciones de riesgo soberano por parte de Moody's y Standard & Poor's, e Institucional Investor, entre otros.

Las calificaciones de la región han mejorado en los últimos años, debido al buen crecimiento económico, al aumento de los ingresos tributarios y al descenso moderado en la carga de deuda del gobierno; a las mejoras en el manejo de las instituciones públicas, últimamente; al relativo alto desarrollo humano de algunos países, que contribuye a la estabilidad social y a la predictibilidad de las políticas económicas; al consenso político de los países sobre las políticas macroeconómicas y sus cohesiones sociales, que facilitan la inversión y el crecimiento; a los aumentos en los ingresos tributarios durante este periodo, reduciendo moderadamente la carga de la deuda de los gobiernos y a las crecientes reservas internacionales, aunadas a los pasos graduales de impulsar la flexibilidad del tipo de cambio y la efectividad de la política monetaria en la mayoría de los países de la región.

La aprobación del acuerdo de libre comercio de Centroamérica y Republica Dominicana (DR-CAFTA por sus siglas en inglés) ha impulsado la calidad crediticia debido al impacto positivo que tendrá sobre el crecimiento positivo en el largo plazo. La perspectiva de la región podría mantenerse estable en caso de no ocurrir otras medidas, el proporcionar fondos de los gobiernos para la recapitalización de algunos bancos centrales a fin de frenar las pérdidas cuasi fiscales, han favorecido la efectividad de la política monetaria.

Según las calificadoras de riesgo mencionadas, si el crecimiento y desempeño fiscal mejora, las calificaciones podrían subir. Sin embargo, si sus déficit se deterioran y el crecimiento revierte su



impulso positivo, las calificaciones podrían verse presionadas a la baja.

Asimismo, indican que pasos adicionales para mejorar la transparencia y cohesión política, junto con la capacidad de los gobiernos para aplicar políticas económicas efectivas, podría mejorar la posición de riesgo país en la región y República Dominicana, debido a una larga trayectoria de políticas fiscales conservadoras y una mejor transparencia sobre la gobernabilidad de las instituciones públicas de la región; un proceso continuo hacia el pluralismo político, con un creciente rol de las autoridades gubernamentales en la elaboración de políticas; menores requerimientos de financiamiento externo bruto, debido a un amplio flujo de remesas familiares y a una fuerte posición de reservas internacionales.

Por otro lado, más problemas políticos para la región, podrían conducir a acciones de calificaciones negativas.

Comportamiento reciente en las calificaciones soberanas.

El crecimiento del PIB en la región en los últimos años, ha tenido un impacto positivo sobre la calidad crediticia soberana como se observa en el cuadro adjunto.

En los gráficos siguientes podemos observar como han mejorados los países de la región y República Dominicana la calificación riesgo país, Moody's refleja el mejor avance en las calificaciones, siguiéndole Intitutional Investor y por ultimo Standard and Poor's.

Las evoluciones de las calificaciones soberanas dependerán de las políticas gubernamentales y de las políticas crediticias, cambiarias y monetarias de la región, sin dejar a un lado cualquier shock internacional ya sea el los precios del petróleo, commodities

y los factores cíclicos de nuestros principales socios comerciales.

Ya sea que estos shocks sea transitorios o permanentes, esto dependerá de cómo responderán los gobiernos y el sector privado, un ejemplo de ello es como algunos países están desarrollando sus mercados de capitales domésticos, estos con vías a reducir la vulnerabilidad externa y fortalecer la calidad crediticia.

Calificaciones soberanas de América Latina y el Caribe: 2003-2007

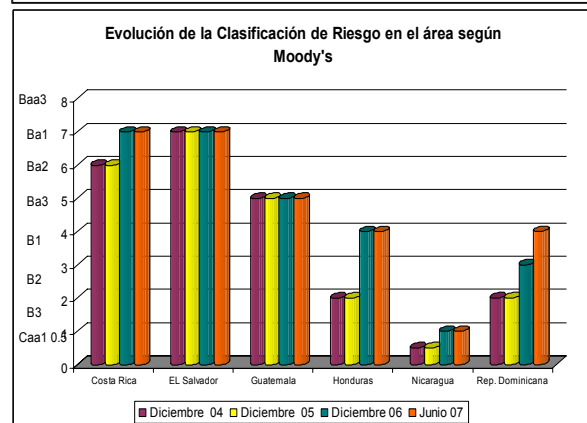
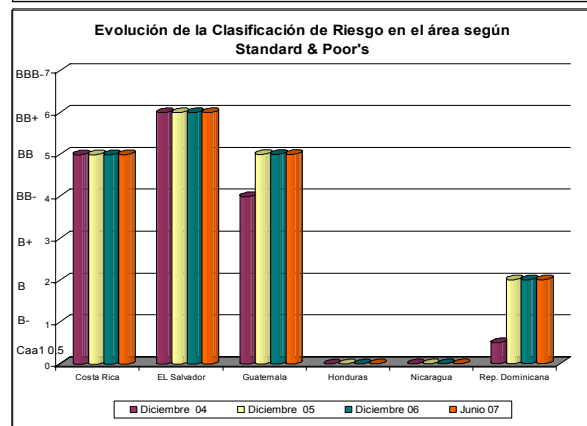
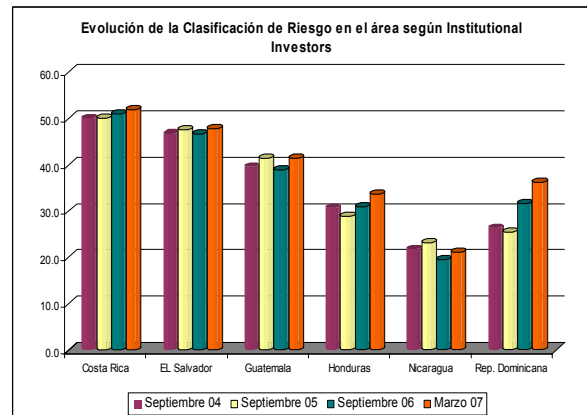
País	Perspectiva			Cambio en la Calificación
	Positiva	Negativa	Estable	
	Calificación 2003*	Calificación 2007†	Perspectiva 2007	
Chile	A-	A	P	↗
Trinidad & Tobago	BBB	A-	S	↗
Bahamas	A-	A-	S	□
Barbados	A-	BBB+	S	↘
México	BBB-	BBB	P	↗
Montserrat	BBB-	BBB-	S	□
Perú	BB-	BB+	P	↗
Brasil	B+	BB+	P	↗
El Salvador	BB+	BB+	S	□
Colombia	BB	BB+	S	↗
Panamá	BB	BB	P	□
Guatemala	BB-	BB	P	↗
Costa Rica	BB	BB	S	□
Venezuela	B-	BB-	S	↗
Uruguay	B-	B+	P	↗
Argentina	B-	B+	S	↗
República Dominicana	CCC	B	P	↗
Suriname	B-	B	P	↗
Belize	B+	B	S	↘
Paraguay	B-	B	S	↗
Jamaica	B	B	S	□
Bolivia	B-	B-	N	↘
Granada	BB-	CCC+	S	↘
Ecuador	CCC+	CCC	N	↘

*Al 31 de diciembre de 2003. †Al 31 de julio de 2007
© Standard & Poor's 2007.

Quedan mucho desafíos, los países centroamericanos y República Dominicana enfrentan en la actualidad la difícil tarea de implementar el recientemente firmado acuerdo de libre comercio con los Estados Unidos (todos los firmantes del tratado comercial DR-CAFTA lo han ratificado, solo Costa Rica esta en espera aunque ya la nación dio un si vía referéndum).



Su desafío es llevar adelante la reforma fiscal y otras políticas de que fortalecería su habilidad para sostener tasas de crecimiento mas altas gracias al acceso garantizado que ahora disfrutan al mayor mercado del mundo. Aunque gran parte de la región ya tenía buen acceso al mercado estadounidense bajo acuerdos comerciales previos, el reciente tratado de libre comercio reúne esos acuerdos bajo uno internacional. Además, derriba las barreras entre países regionales, ofreciendo un estímulo potencial para nuevos flujos comerciales y de inversión que podrían fortalecer la integración regional y convertirse en una fuente alterna de crecimiento del PIB.





VI. Bibliografía

Calificaciones soberanas en América Latina y el Caribe e 2007.

Morales y Tuesta 1997, Nota del departamento de Análisis de la Gerencia de Estudios Económicos, Banco Central del Perú.

Bank of América. 1997. "Country risk monitor".

Bear Stearns. 1997. "Sovereign ratings, abril".

De Boysson, O. 1997. "Emerging countries: Market risks or solvency risk?", *Conjoncture*, Mayo 1997.

Erb, C.; C. Harvey y T. Viskanta. 1996. "Political risk, economic risk and financial risk", *Financial Analysts Journal*, Noviembre/Diciembre.

Demirag, I. y S. Goddard. 1994. "Financial management for international business", London: McGraw-Hill Book Company.

Ciarrapico, A.M. 1992. "Country risk: A theoretical framework of analysis". Aldershot: Dartmouth.

Simon, J.D. 1992. "Political-risk analysis for internacional banks and multinational enterprises", en: R.L. Solberg (1992), "Country-risk analysis".

Bhandari, J.; N. Haque y S. Turnovsky. 1986. "Growth, debt, and sovereign risk in a small, open economy", *Working Papers*, No. 260.

Hefferman, S. 1986. "Sovereign Risk Analysis." London: Unwin Hyman.

Herring, R.J. 1983. "Managing International Risk". Cambridge: Cambridge University Press.

Overholt, W.H. 1982. "Political Risk". Londres: Euromoney PLC.

Goodman, L. 1980. "The pricing of syndicated eurocurrency credits", *Federal Reserve bank of New York Quarterly*, Summer: 39-48.

Nagy, P.J. 1979. "Country risk: how to assess", quantify and monitor it, *Euromoney*, Abril.