



La Calificación del Riesgo Soberano

Eduardo Rojas Gómez
eduardo.rojas@ucr.ac.cr

Magister en Administración y Dirección de Empresas. Docente de la Escuela de Administración de Empresas del Instituto Tecnológico de Costa Rica. Docente de la Escuela de Administración Pública de la Universidad de Costa Rica

INTRODUCCIÓN

La globalización de los mercados, el acceso a la información financiera, la escasez de instrumentos de inversión a nivel nacional, así como una mayor experiencia de los inversionistas, han sido solo algunas de las razones para que los participantes del mercado financiero tomen en cuenta cada día más la posibilidad de invertir fuera de nuestro país.

Las inversiones en instrumentos fuera de nuestras fronteras, al igual que las realizadas dentro de nuestro país, están sometidas a riesgos propios de las inversiones que se realizan en los mercados financieros y a uno en particular, al que se le llama riesgo soberano, el cual se traduce hoy en día como la medida relativa del riesgo crediticio que posee la >>

En el contexto actual se requiere una mejor calidad de la información a la hora de tomar decisiones de inversión. Al hablar de inversiones, mediante instrumentos financieros internacionales se deben valorar el riesgo país y el riesgo soberano.

>> deuda de un país (García y Vicéns ,2006).

Este riesgo se presenta cuando se invierte en emisiones de deuda, como las que Costa Rica ha venido realizando a nivel internacional, y por la que sufrieron muchos inversionistas nacionales durante el primer semestre del 2004, cuando los precios de los bonos de deuda externa cayeron de manera incontrolada.

El presente documento tiene como objetivo exponer algunos aspectos que se relacionan con los riesgos asociados a la emisión de deuda de los países, así como mostrar las distintas variables que son tomadas en cuenta por las agencias calificadoras para determinar la vulnerabilidad, que pueden presentar algunos países, para efectuar el pago de sus compromisos financieros a tiempo.

El presente artículo busca ofrecer al lector una idea de cómo se deben valorar los instrumentos de inversión al ser comparados con la calificación de riesgo de otros instrumentos, así como ofrecerle una visión práctica que le permita determinar cuanto debería ser el rendimiento mínimo de una inversión que se pretenda hacer, a partir del análisis del rendimiento de instrumentos similares de países más o menos seguros.

Por otra parte, el desarrollo de un tema de este tipo fomenta el análisis en la valoración de los instrumentos de inversión, tanto a nivel local como internacional, lo cual promueve una sana diversificación y una mejor disposición de los inversionistas ante los instrumentos financieros internacionales, considerando, además, que nuestro país no representa ni un 1% de las opciones de inversión existentes en los mercados internacionales.

EL RIESGO PAÍS VERSUS EL RIESGO SOBERANO

Para García y Vicéns (2006), el riesgo país es un elemento que viene a definir la oferta y demanda de instrumentos a nivel internacional; el riesgo país es un indicador que sigue los retornos de los instrumentos de deuda de un Estado, y pretende brindar información cuantitativa sobre la evolución del riesgo de incumplimiento que implica una inversión en este tipo de activos.

El riesgo país se utiliza, normalmente, para comparar rendimientos. Grande y Parsley (2004) indican que el estudio del mercado de bonos de deuda externa sirve como una medida de comparación con las tasas de interés locales, por ejemplo, la diferencia entre el rendimiento de los instrumentos de deuda externa en dólares de un país, y el rendimiento de los bonos del tesoro americano con la misma duración.

A la diferencia de los rendimientos de bonos de dos países se

le llama spread y es medido mediante puntos básicos (100 puntos base corresponde a un 1%), por ejemplo, el rendimiento de un bono es 50 puntos básicos menor cuando un título de Costa Rica, a determinado plazo, rinde 4.50%, mientras que los de México, al mismo plazo, rinden 5.00%.

La distinción entre los conceptos riesgo país y riesgo soberano, la plantean García y Vicéns (2006), resaltando que el riesgo país es el que surge de cualquier deudor en la actividad prestamista internacional (bien sea soberano o privado); en cambio, el riesgo soberano proviene de la suspensión de pagos por parte de un deudor soberano.

Para Cantor y Packer (1996), el riesgo soberano se asocia con la capacidad y predisposición de pago de las deudas estatales de un país. Sin embargo, mientras el spread, o diferencial de riesgo país, es medido en puntos básicos, el riesgo soberano (que refleja la capacidad de pago del total de deuda de un país) usa un sistema de calificación cualitativo, basado en letras. Dicha calificación facilita el acceso a los mercados internacionales de capitales, es por eso que muchos gobiernos buscan obtener una (Cantor y Packer, 1996).



La distinción entre los conceptos riesgo país y riesgo soberano, la plantean García y Vicéns (2006), resaltando que el riesgo país es el que surge de cualquier deudor en la actividad prestamista internacional (bien sea soberano o privado); en cambio, el riesgo soberano proviene de la suspensión de pagos por parte de un deudor soberano

El *riesgo soberano* es medido por empresas especializadas a nivel internacional, las cuales juegan un papel muy importante desde el punto de vista de los inversionistas (Kaminsky y Schumukler, 2001), ya que se pronuncian sobre el *riesgo soberano* de los países que emiten deuda en los mercados internacionales. A estas empresas se les llama clasificadoras internacionales de riesgo. Standard & Poor's, Moody's Investor Service y Fitch Rating son, en la actualidad, las empresas clasificadoras de mayor prestigio y con una amplia cobertura de mercado.

La simbología utilizada, a nivel internacional, por las clasificadoras de riesgo para medir el *riesgo soberano* de la deuda externa, emplea el calificativo de *grado de inversión* para diferenciar aquellos instrumentos de deuda que no son de carácter especulativo (Cantor y Packer, 1996).

Por otra parte la relación existente entre riesgo y retorno es un principio financiero fundamental, en este sentido, generalmente se admite que:

- Un Estado no puede quebrar y, por lo tanto, es un sujeto de crédito más sólido y con menor riesgo que cualquier empresa privada del mismo país.
- El costo del financiamiento de una emisión clasificada como de menor riesgo, será más bajo que el de una emisión de mayor riesgo.

Esta última premisa la podemos corroborar en cuadro 1, al comparar el rendimiento de dos títulos con la misma calificación (BB+): por una parte, el de Brasil, con vencimiento en el 2015, un cupón de 7,875% y un precio de 113,62, posee una rentabilidad al vencimiento del 5.36%; mientras que un título de deuda externa de Colombia, con vencimiento en el 2014, un cupón de 8.25% y un precio de 113,98, posee una rentabilidad del 5.49%, con una diferencia de 13 puntos básicos.

También podemos comparar el rendimiento de un bono de Panamá (calificación de riesgo BB) con vencimiento en el 2015, un cupón de 7.2%, un precio de 107.72 y un rendimiento de 5.69%, y un bono de México (calificación BBB) con vencimiento

en el 2015, cupón de 6.625%, un precio de 106.91 y un rendimiento de 5.25%.

Como podemos observar, cuando los instrumentos de deuda de países con calificaciones y vencimientos similares salen al mer-

Cuadro No.1

Detalle de rendimiento de algunos bonos latinoamericanos

	Calificación	Cupón	Vencimiento	Precio / Rend.
Brasil Global	BB+	7.875	3/7/5	113.62 / 5.36
México Global	BBB	6.625	3/3/15	106.91 / 5.25
Colombia Global	BB+	8.25	12/22/14	113.98 / 5.49
Panamá Global	BB	7.25	3/15/15	107.72 / 5.69
Chile	A	5.5	1/15/13	103.84 / 4.43
Alemania	AA	4.250	7/04/14	99.94 / 4.27

Fuente: www.bloomberg.com

cado, es de suponer que el rendimiento de los bonos debería ser similar. La diferencia eventual se puede explicar por la liquidez de la emisión que se beneficia, muchas veces, del volumen de la misma.

Estas reglas no siempre se cumplen en la práctica y encontramos casos en que países con calificaciones de riesgo similares y emisiones con plazos parecidos, son diferentes en términos del rendimiento, por lo que el mismo mercado los va adaptando por medio de ajustes en los precios del instrumento.

Cuando se habla de asignar una calificación o rating, lo que se busca es establecer una medida cualitativa del grado de riesgo crediticio de una deuda, es decir, de la capacidad del prestatario de devolver el principal y los intereses en las fechas establecidas en el contrato de emisión (García y Vicéns, 2006).

DETERMINANDO EL NIVEL DE RIESGO DE UN PAÍS

El *riesgo soberano* podría compararse con el riesgo crediticio, ya que corresponde a un indicador que el mercado o una institución financiera le atribuye a determinado deudor, y cuyo objetivo >>



>> es medir la probabilidad de que el emisor sea responsable con las obligaciones contraídas (Cantor y Packer, 1996).

En primera instancia la determinación de este riesgo consiste en la evaluación del marco legal y constitucional del país, con el propósito de determinar las fuentes de ingresos, su solvencia económica, la capacidad de contratación y los mecanismos de control e información para las emisiones en estudio. Una vez establecido el contexto donde opera el país, se analizan los aspectos financieros y cualquier otro elemento de juicio vinculado con el comportamiento previsible del deudor.

La medición de dicho riesgo se realiza mediante la construcción de indicadores de tipo cualitativo y cuantitativo, los cuales involucran diferentes áreas socio-económicas de una nación. En el caso de los indicadores cuantitativos se utiliza la información disponible en las cuentas públicas, datos estadísticos de las principales variables macroeconómicas y el presupuesto nacional. En el caso de los indicadores cualitativos se utilizan informes realizados por las autoridades respecto a la gestión pública y la opinión de analistas sobre aspectos más subjetivos como las fortalezas, oportunidades, amenazas y debilidades que se observen en el país analizado.

Otro elemento importante es observar la estabilidad de la calificación de la deuda de un país, e incluso la tendencia de las calificaciones cuando estas varían, ya que la evaluación realizada por las principales calificadoras de riesgo, se fundamenta en las condiciones macroeconómicas de los países, por lo que la probabilidad de que cambie la calificación también existe y con ello la probabilidad de que cambien los rendimientos de los bonos (Kaminsky y Schmukler, 2001), en función de la variación de los precios.

En términos generales, las empresas clasificadoras de riesgo soberano analizan, entre otros, los siguientes riesgos para emitir su juicio respecto a una clasificación particular:

a. Riesgo Económico:

Se analiza la capacidad de pago de un país y, por lo general, parte del análisis de variables que miden el crecimiento económico, el producto interno bruto, la inflación, la devaluación, el déficit fiscal y comercial, etc.

b. Riesgo Político:

El cual corresponde a un elemento cualitativo que involucra consideraciones políticas y sociales. Este riesgo también incorpora el análisis de la falta de consenso político y de compromisos para efectuar reformas estructurales para la recuperación económica de la nación.

c. Riesgo Social:

Este tipo de riesgo intenta medir los conflictos que se desarrollan en la sociedad, el respeto a las leyes, los niveles de pobreza, los problemas sociales y, en general, la idiosincrasia de la población.

d. Riesgo Internacional:

Se consideran en este apartado las leyes y condiciones internacionales que influyen en cada país: las alianzas comerciales, sus principales socios, las alianzas políticas, las relaciones con los países vecinos, etc.

LA CLASIFICACIÓN DE LA DEUDA SOBERANA

Las empresas clasificadoras de riesgo utilizan indicadores muy similares, por lo que la mayoría de los países aparecen agrupados dentro de una misma categoría en las diferentes clasificaciones realizadas por estas empresas.

Para que esta agrupación sea consistente, los criterios de medición deben seguir un estándar establecido de antemano, el cual otorga tres diferentes clasificaciones que difieren entre sí, según sea el plazo (largo o corto) y el mercado donde son ofrecidos los títulos de deuda soberana (externo o doméstico).

Las convenciones utilizadas por estas empresas para la calificación del riesgo de créditos de largo plazo son las del cuadro 2:

Cuadro 2

Convenciones utilizadas por las empresas de clasificadores de riesgo

Clasificación	Definición	Grado
AAA	La más alta calidad crediticia. Denota la más baja expectativa de riesgo de crédito. Refleja la capacidad más alta de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados	Inversión
AA	Muy alta calidad crediticia. Indica fuerte capacidad de asumir compromisos de pago, la cual se considera poco vulnerable de eventos infortuitos. Refleja muy alta capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados	Inversión
A	Alta calidad de crédito. La capacidad de pago es considerada fuerte y sólida, refleja alta capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados. La capacidad de pago es más susceptible a posibles cambios adversos en las condiciones económicas que las categorías superiores	Inversión
BBB	Buena Calidad de Crédito. Indica que hay una baja expectativa de riesgo de crédito, refleja adecuada capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados. Aún cuando la capacidad para asumir compromisos se considera adecuada, puede ser más vulnerable a cambios en las circunstancias o en las condiciones económicas que las clasificaciones anteriores.	Inversión
BB	Grado Especulativo. Hay una posibilidad del desarrollo de un riesgo crediticio al cambiar adversamente las condiciones económicas; no obstante, proporciona un buen "ambiente" para los negocios si existen compromisos de pago. Poseen capacidad de pago del capital e intereses en los términos y condiciones pactados pero ésta es variable y susceptible de debilitarse ante posibles cambios adversos en las condiciones económicas, pudiendo incurrir en incumplimientos	Especulativo
B	Altamente Especulativo. Indican que existe un significativo riesgo de crédito presente; no obstante los compromisos adquiridos están siendo bien afrontados y permite aún un margen de seguridad. Poseen capacidad de pago del capital e intereses en los términos y condiciones pactados pero ésta es más variable y susceptible de debilitarse ante posibles cambios adversos en las condiciones económicas que la categoría inmediata superior. La capacidad de pago está determinada por las condiciones económicas presentes	Especulativo
CCC,CC,C	Riesgo de Incumplimiento presente. Altamente especulativo e implica incumplimiento muy probable. Existe riesgo de incumplimiento de pago de capital e intereses en los términos y condiciones pactados aunque tiene algunas cláusulas de protección para los inversionistas	Especulativo
DDD,DD,D	Incumplimiento. En este caso hay un nivel de pérdida presente en la versión por realizar. En el caso de las corporaciones de Estados Unidos implica una pérdida en el rango de 50% al 90% de la inversión realizada, por cuanto el emisor no ha cumplido con pagar el capital e intereses según los términos pactados	Especulativo
E	Falta de Información. No se puede clasificar por falta de información suficiente	Especulativo
S	Suspendida. La clasificación está suspendida porque hay eventos, dudas, cambios de políticas gubernamentales u otros hechos que no permiten asignar una clasificación	Especulativo

Fuente: <http://www2.standardandpoors.com>

Nota: Las categorías entre "AA" y "CCC" podrán ser modificadas con los signos "+" o "-" para señalar su posición relativa dentro de la respectiva categoría.

Si bien es cierto, los estándares de análisis de las condiciones de un país con respecto a otro, son similares entre una calificadora de riesgo y otra, pero la forma de reflejar esa calificación puede variar en su presentación pero no en su significado, como lo podemos ver (cuadro 3) en una comparación entre las calificaciones asignadas entre Standard & Pooers, y Moodys:

Cuadro 3

Forma de calificar de según Moody's y Standard & Poor's

S&P	MOODY'S	Grado de Inversión
AAA	Aaa	
AA+	Aa1	
AA	Aa2	
A-	Aa3	
A+	A1	
A	A2	
A-	A3	
BBB+	Baa1	
BBB	Baa2	
BBB-	Baa3	

S&P	MOODY'S	Grado de Especulativo
BB+	Ba1	
BB	Ba2	
BB-	Ba3	
B+	B1	
B	B2	
B-	B3	
CCC+	Caa1	
CCC	Caa2	
CCC-	Caa3	
CC	Ca	
C	C	
D	D	

Fuente: www.Bloomberg.com

A continuación (cuadro 4) se muestra la calificación de algunos de los países de la región y la calificación asignada tanto por Standard & Pooers como por Moodys:

Cuadro 4

Calificaciones de riesgo soberano según Moody's y Standard & Poor's

País	Moody's	Estándar & Poor's
Costa Rica	Ba1	BB
El Salvador	Baa3	BB+
Guatemala	Ba2	BB
Honduras	B2	N/C
Nicaragua	Caa1	N/C
República Dominicana	B2	B
Argentina	B3	B+
Brasil	Ba1	BBB-
Chile	A2	A+
Colombia	Ba1	BB+
México	Baa1	BBB+
Panamá	Ba1	BB+
Uruguay	Ba2	B+
Venezuela	B2	BB-
EE UU	Aaa	AAA
Canadá	Aaa	AAA

N/C No califica

Fuente: www2.standardandpoors.com/portal/site/sp/es/la/page.topic/ratings_sov
www.moodys.com/moodys/cust/content/Content.ashx?source=StaticContent/Rating Lists

CONCLUSIONES

Las calificaciones de riesgo realizan un trabajo muy valioso desde el punto de vista del inversionista, el cual requiere de información para la toma de decisiones, ya que le permite conocer el riesgo de invertir en determinado país, considerando siempre que una calificación baja requiere, necesariamente, de un mayor rendimiento, mientras que una calificación de grado de inversión le da una mayor seguridad al inversionista, pero también una menor rentabilidad.

Otro elemento importante es observar la estabilidad de la calificación que otorgan las empresas especializadas a las deudas de un país, e incluso la tendencia de las calificaciones cuando estas varían, ya que la evaluación realizada por las principales calificadoras de riesgo de las emisiones de deuda soberana, se fundamentan, principalmente, en los resultados satisfactorios de las finanzas de los gobiernos, la eficiente administración de la deuda pública y la estabilidad macroeconómica de la región.

Hoy en día, la evaluación realizada por algunas de las calificadoras de riesgo, se ha mantenido constante para la mayoría de los países de la región, aunque existen en ciertas economías algunos

Hoy en día, la evaluación realizada por algunas de las calificadoras de riesgo, se ha mantenido constante para la mayoría de los países de la región, aunque existen en ciertas economías algunos riesgos provenientes de la turbulencia financiera internacional y del ambiente macroeconómico de crisis en el ámbito mundial

riesgos provenientes de la turbulencia financiera internacional y del ambiente macroeconómico de crisis en el ámbito mundial, como la crisis alimentaria y energética, lo que podría amenazar la estabilidad macroeconómica de los países y, por ende, el rendimiento de los instrumentos de inversión que estos emiten.

Es de vital importancia analizar las inversiones en los mercados de deuda internacional, tomando en cuenta el riesgo soberano que se está dispuesto a asumir, pero sin dejar de lado que en los mercados financieros podemos encontrar una gran variedad de opciones en términos de plazos, tasas, monedas, países, calificaciones de riesgo, etc.

Después de considerar todas esas condiciones, o variedad de opciones, que nos ofrecen los mercados de capitales, es posible acceder a canales de comercialización más eficientes, debido a su liquidez, burSATILIDAD y nivel de seguridad.

Referencias bibliográficas

Cantor, R. and Packer, F., 1996, "Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings," Federal Reserve Bank of New York, Economic Policy Review 2 (2), 37-53.

Consejo Monetario Centroamericano, Informe trimestral de riesgo país (2008, Junio), Disponible en: www.secmca.org/Docs/informe_RP/2008/Informerpjunio2008.pdf

Estándar & Poor's. Definiciones de calificaciones. Disponible en: www.invertironline.com/Contenido/S&P/Articulos/Calificacionesint.pdf

García, S. y Vicéns, J. (2006). Factores condicionantes en la medición del riesgo soberano en los países emergentes. Estudios en economía aplicada, 24 (1), 245-272.

Grande, A. y Parsley, D. (2004). News spillovers in the sovereign debt market. Journal of Financial Economics. [Revista electrónica], Disponible en: www.elsevier.com/locate/econbase

Kaminsky, G. y Schmukler, S. (2001). Emerging markets instability: Do Sovereign Ratings Affect Country Risk and Stock Returns?. The World Bank Economics Review 16 (2), 171-195.

RESUMEN:

Hoy en día el inversionista reclama una mejor calidad de la información a la hora de tomar decisiones de inversión. Como toda actividad cotidiana, las inversiones poseen riesgos que alteran, de una u otra forma, el rendimiento de las mismas. Existen distintas variables que afectan los instrumentos de inversión. En la actualidad dichas variables son analizadas por agencias que se especializan en calificar el riesgo, y que buscan, entre otras cosas, determinar la vulnerabilidad, en el caso de títulos de deuda soberana, que puedan presentar algunos países para efectuar puntualmente el pago de sus compromisos financieros. Evidentemente, en todas las economías existen riesgos provenientes de las condiciones financieras mundiales, las cuales hoy anuncian una crisis que podría amenazar la estabilidad macroeconómica de los países y, por ende, el rendimiento de los instrumentos de inversión que estos emiten. Por lo anterior, es importante analizar algunos riesgos asociados a las emisiones de deuda de los países, especialmente en momentos en que los rendimientos locales han caído a niveles históricos. Por medio de las evaluaciones generadas por las empresas calificadoras de riesgo, procederemos a revisar el impacto en el rendimiento de las inversiones, situación que permitiría al inversionista conocer de antemano el comportamiento de los precios y el rendimiento de los títulos de deuda emitidos por países en todo el mundo.

Palabras Clave: Rendimiento, riesgo país, calificadoras de riesgo, calificación de inversiones, instrumentos de inversión.

ABSTRACT:

Nowadays the investors demand better quality information in order to make investment decisions; as in any other daily activity, investments carry associated risks that affect their yields in one way or another. There are several variables that affect investing instruments which are analyzed these days by agencies specialized in risk rating that seek, among other things, to establish the vulnerability in sovereign debt securities that some countries might have at the time of effectively meeting their financial obligations. Evidently, in every economy there are risks derived from the world's financial situation that presently herald crisis and that could menace the macroeconomic stability of the countries and thus the yield of the investment instruments they emit. Because of this it is very important to analyze some risks associated with debt emitted by countries, at a time in which even local yields have fallen to historic levels. We will review the impact of the ratings generated by risk rating agencies on investment's yields, in order to permit the investor to know in advance the behavior of prices and yields of debt securities emitted by countries all over the world.

Keywords: Yields, country risk, risk rating agencies, investment rating, investment instruments.