



Alonso, N. (2007) Calificaciones crediticias y spread de los bonos soberanos en los mercados financieros internacionales. En *El efecto jurídico, económico y financiero en el contexto de la globalización*. Universidad Veracruzana, Arana Editores; CONACYT. ISBN 9685487170

## **Capítulo Sexto**

# **Calificaciones crediticias y spread de los bonos soberanos en los mercados financieros internacionales**

Nuria Alonso

Universidad Rey Juan Carlos

## Capítulo Sexto

### Calificaciones crediticias y spread de los bonos soberanos en los mercados financieros internacionales

#### Planteamiento

La elevada deuda externa y la carga de intereses que genera dicha deuda es uno de los principales problemas a los que se enfrentan los gobiernos de las economías en desarrollo en el ámbito de la globalización. Adicionalmente, los episodios de incumplimiento (o los momentos en que los inversores piensan que existe posibilidad de incumplimiento) de la deuda externa de un país son factores muy relevantes para la economía internacional.

Los sistemas de rating desarrollados y aplicados por las agencias internacionales de calificación, tienen una gran influencia sobre las finanzas públicas dado que las calificaciones son señales muy importantes para los inversores acerca de la capacidad de pago de los emisores soberanos y son uno de los factores de peso para la determinación de los tipos de interés de los bonos soberanos.

Otra variable de gran calado es la prima de riesgo con la que se cotiza la deuda de los gobiernos en los mercados financieros. Aunque guarda una estrecha relación con el rating tiene una mayor variabilidad, además de ser una referencia de primer orden para las nuevas emisiones de deuda.

Sin embargo, la evidencia empírica sobre incumplimientos de gobiernos del pago de principal e intereses de la deuda permite dudar sobre la bondad de los juicios de las agencias sobre la capacidad de los gobiernos para hacer frente a sus obligaciones y también sobre la capacidad las primas de riesgo cotizadas en los mercados financieros para predecir los episodios futuros de defaults soberanos.

En este sentido parece necesario introducir otras variables explicativas para interpretar los altos niveles que alcanzan las primas de riesgo y especialmente durante épocas de fuerte inestabilidad financiera.

#### 6.1. Las calificaciones de las principales agencias internacionales.

Un *rating* o calificación crediticia es un juicio emitido por un grupo de expertos, como las agencias de calificación o el comité de *rating* de un banco, sobre la capacidad del ente evaluado para cumplir sus obligaciones de crédito en un horizonte temporal determinado y en una determinada divisa.

El hecho de que una calificación crediticia sea un juicio implica que no existe un modelo específico para determinar el *rating*, aunque cada evaluador o tribunal de *rating* aplicará su propia metodología. Como casi todos los juicios, el *rating* es el resultado de una determinada combinación de razonamientos técnicos y valoraciones apoyadas en la experiencia del tribunal.

Los *rating* se pueden aplicar a una empresa, a un país, a un ente público, a un estado, a una emisión de títulos realizada por un agente económico, como una empresa, un gobierno, etc. En el caso que nos ocupa, la calificación de riesgo se asigna a las emisiones de bonos realizadas por los diferentes niveles del sector público (gobierno central, gobiernos locales, empresas públicas,...), aunque con especial atención a los gobiernos centrales. Estas calificaciones se denominan calificaciones de riesgo soberano.

Las calificaciones de riesgo soberano que realiza por ejemplo Standard&Poor's (en adelante S&P) reflejan, según ellos mismos manifiestan, sus opiniones respecto a la capacidad de los gobiernos para atender a sus obligaciones financieras y comerciales en la cuantía fijada y en el momento del vencimiento. Para S&P una calificación crediticia es una estimación de la probabilidad de incumplimiento que podría producirse en el futuro.

La realización del *rating* es una operación compleja y difícil. Existen empresas especializadas en la realización del *rating* pero también lo realizan los bancos para calificar a sus acreditados.

El objetivo final del *rating* es la obtención de una calificación que indique la mayor o menor probabilidad de incumplimiento. La calificación que realizan las agencias es de naturaleza ordinal, es decir establece una ordenación entre los calificados pero no asigna valores numéricos a las probabilidades de incumplimiento.

Si dos acreditados A y B tienen el mismo *rating*, se supone que la capacidad de cumplimiento de obligaciones de crédito de A es igual a la capacidad de cumplimiento de las obligaciones de crédito de B, o dicho de otra forma a los dos acreditados se les asigna la misma probabilidad de incumplimiento, aunque el valor de la probabilidad no se señala.

Por el contrario, si el *rating* de A es mejor que el *rating* B, la capacidad de cumplimiento de las obligaciones de crédito de A es mejor que la capacidad de cumplimiento de las obligaciones de B. Sin embargo, a la pregunta de cuánto mejor sería el *rating* de A no existe respuesta en las calificaciones de *rating*.

## **6.2. Calificaciones soberanas y riesgo país.**

Conviene delimitar las nociones de calificaciones soberanas y de riesgo país porque puede pensarse que representan el mismo concepto. Las calificaciones soberanas evalúan los riesgos crediticios de los gobiernos nacionales, pero no el riesgo de incumplimiento específico de otros emisores del país. El riesgo soberano es el riesgo de incumplimiento de un deudor soberano; por lo tanto es sólo una parte del riesgo país, ya que podría ocurrir que una acción llevada a cabo por un gobierno impida el pago de la deuda (por ejemplo, un control de capitales), mientras que el propio gobierno puede seguir cumpliendo puntualmente con sus obligaciones.

En consecuencia, el riesgo país es un concepto más amplio que puede definirse como el riesgo que aparece respecto a cualquier deudor en la actividad prestamista internacional causada por acontecimientos que están, al menos en parte, bajo el control del gobierno

del país de que se trate, no bajo el control de empresas privadas o deudores individuales. El riesgo país tiene tres componentes o dimensiones: el riesgo de transferencia, el riesgo macroeconómico y el riesgo soberano,

- El riesgo de transferencia se refiere a la posibilidad de que un deudor no pueda hacer frente a sus deudas, aunque tenga fondos para hacerlo, por la existencia de restricciones oficiales que se lo impidan;
- Por riesgo macroeconómico se entiende el riesgo de que un deudor no pueda hacer frente a sus obligaciones debido a problemas originados en una crisis general, una crisis que no hace referencia directa a su situación de solvencia o liquidez, sino al marco económico y político en el cual desenvuelve su actividad;
- El riesgo soberano es el que existe cuando se presta a un soberano, es decir, a un estado o a un gobierno que no sólo goza, en principio, de inmunidad frente a los Tribunales, sino que además tiene capacidad para dar cobertura legal al incumplimiento de sus obligaciones, imponiendo la renegociación o aplazamiento de sus deudas. En consecuencia, se reserva el nombre de riesgo soberano al caso en el que la contraparte es un Estado o éste actúa como garante de contrapartes privadas.

El riesgo país es el riesgo de materialización de pérdidas como resultado del contexto económico y político de un Estado extranjero. Se refiere al riesgo de los diferentes agentes económicos (empresas, bancos, inversores, gobiernos) en sus relaciones con otros de otro país o al actuar en los mercados del país, cuando el citado contexto económico y político influye sobre los resultados.

Las relaciones pueden referirse a ventas de bienes y servicios, préstamos, inversiones directas, en cartera (acciones, bonos, divisas y derivados), en inmuebles y en general cualquier actividad económica y financiera. Si se trata de deudas los prestatarios pueden ser agentes privados o públicos.

Lo específico del riesgo país es la necesidad de hacer frente a los pagos en una divisa diferente a la del país. Las dificultades para obtener divisas suficientes con las que cumplir las distintas obligaciones son diferentes de la solvencia intrínseca de cada prestatario. Una empresa solvente puede generar riesgo país por la acción de un gobierno que impone un control de cambios en una coyuntura desfavorable. La pérdida puede originarse por factores como los siguientes:

- Inmovilización de activos: confiscación de bienes, bloqueo de fondos, bloqueo de mercancías
- Incumplimiento de obligaciones de pago: repudio de deudas, moratoria del pago de las deudas.
- Caída de los precios de activos negociados: precios bursátiles, precios de los bonos, tipos de cambio, precios de futuros, opciones y swaps (derivados).
- Tensiones de liquidez: dificultades o imposibilidad de cerrar posiciones en mercados secundarios.

- Cambios jurídicos o en la regulación de las transacciones económicas y financieras.
- Daños a personas: guerras, conflictos políticos y sociales.

El contexto económico y político que puede influir en el riesgo-país engloba aspectos como las medidas tomadas por los poderes legalmente establecidos, acciones de grupos ilegales, enfrentamientos entre partidos y cambios en las políticas establecidas incluida la alternancia tanto en un régimen democrático como en otras situaciones, factores macroeconómicos (inflación, deuda interna y externa,...)

Hay una relación entre el riesgo-país de un deudor individual y el riesgo-país de su soberano. Tradicionalmente, las agencias de rating han venido aplicando la norma de que ningún deudor individual de un país puede tener una mejor consideración que el soberano; sin embargo, esta norma ha empezado a tener excepciones durante los últimos años. Esto complica algo el problema, porque en relación con algunos rating, la autoridad supervisora o el banco en cuestión tienen que discriminar, en vez de aplicar de forma mecánica el rating soberano del país.

Las calificaciones asignadas a las entidades no soberanas de cada país son, en general, las mismas que las del gobierno o más bajas, aunque en algunos casos pueden ser más altas. Las calificaciones en moneda extranjera pueden ser más altas siempre que la entidad no soberana cuente con características crediticias más sólidas que las del gobierno y el riesgo de la imposición de controles cambiarios que limiten el servicio de deuda sea menor que el riesgo de un incumplimiento soberano. Un emisor del sector privado, de alta calidad crediticia, ubicado en un país que es miembro de una Unión Monetaria con un banco central que tiene mayor calificación o un emisor que cuenta con un porcentaje significativo de activos y negocios en el exterior, o que tiene una casa matriz en el exterior que brinde un amplio respaldo, son ejemplos en los que las calificaciones de determinadas entidades pueden superar la del soberano. De igual modo una emisión que se beneficie de mejoras estructurales específicas puede recibir una calificación mayor a la calificación soberana

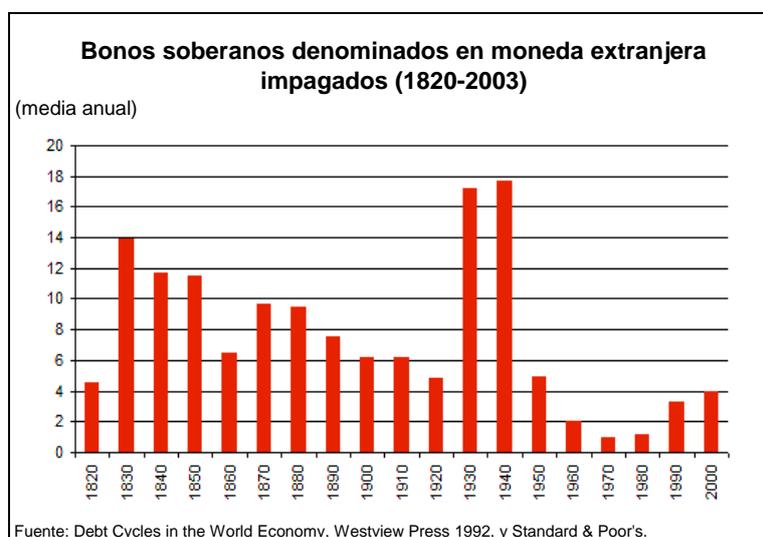
### **6.3. Breve historia de los *rating* soberanos.**

La calificación del riesgo crediticio por parte de agencias evaluadoras existe desde el principio del siglo XX. En concreto, los *rating* de Moody's existen desde justo antes de la primera Guerra Mundial, para calificar emisiones de bonos soberanos y de provincias u gobiernos locales de Europa, Latinoamérica y Canadá emitidos en EEUU (que fueron denominados *Yankee bonds*). Los *Yankee bonds* se expandieron rápidamente en los años 30, pero las consecuencias de la Gran Depresión y la llegada de la II Guerra Mundial hicieron desaparecer este mercado.

Como puede observarse en el Gráfico 1 adjunto, durante los años posteriores a la Gran Depresión y durante la II Guerra Mundial se produjeron numerosos episodios de incumplimiento de los bonos soberanos en moneda extranjera. Las situaciones de default se habían reducido en el principio del siglo XX respecto al siglo XIX en que

también tuvieron lugar de manera recurrente y de un modo substancial los incumplimientos.

Gráfico 1



Desde la década de los cincuenta y hasta el principio de los años ochenta las tasas de incumplimiento de los bonos soberanos cayeron a niveles bajos, cuando la emisión de bonos soberanos internacionales también fue mínima. La recuperación de Europa y Japón favoreció la reaparición de emisores en el mercado de Estados Unidos, aunque, como ya se ha dicho, la emisión de bonos soberanos internacionales era muy reducida, así como el número de países que disponían de calificación crediticia por las agencias internacionales (al principio de los ochenta alrededor de 15 países<sup>1</sup>, todos pertenecientes al grupo de países más desarrollados –OCDE-).

El principal medio de financiación de los gobiernos durante las décadas de 1970 y 1980 fueron los préstamos bancarios. No obstante, a lo largo de la década de los ochenta se fue incrementando la financiación mediante la emisión de títulos negociables con la incorporación de otros países también miembros de la OCDE<sup>2</sup>. Ello aparejó la necesidad de los inversores de disponer de información sobre la calidad crediticia de los emisores, por lo que en consecuencia los *rating* tuvieron un desarrollo paralelo a las emisiones de títulos de renta fija.

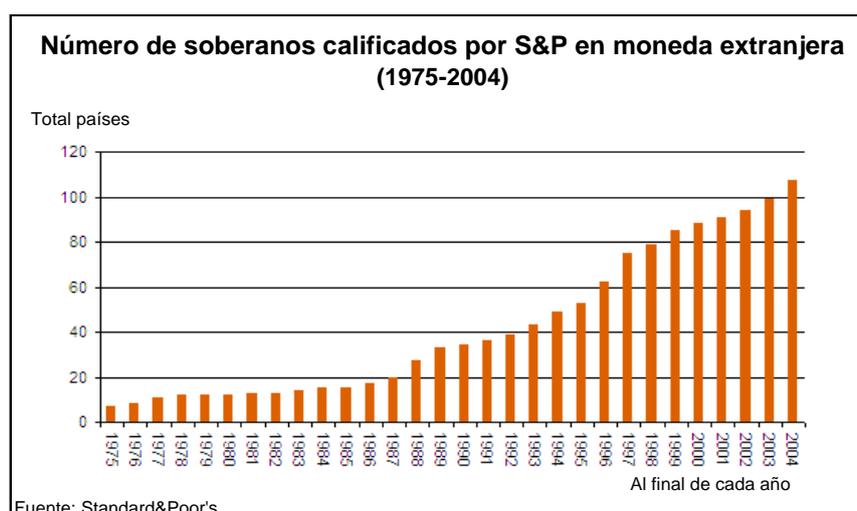
Adicionalmente, al final de la década de los ochenta se unieron las necesidades de financiación de los países de Latinoamérica y del sudeste asiático materializadas en una nueva clase de activos en lo que se ha denominado los “mercados de bonos de países emergentes”, en buena medida como consecuencia de la crisis de la deuda iniciada por México en 1982 y la salida que se planteó con el Plan Brady<sup>3</sup> en 1989.

<sup>1</sup> Moody's había calificado 14 países: Alemania, Australia, Austria, Canadá, Dinamarca, Estados Unidos, Finlandia, Francia, Japón, Nueva Zelanda, Noruega, Suecia, Suiza y Reino Unido.

<sup>2</sup> Como Bélgica, España Grecia, Holanda, Islandia, Irlanda, Italia y Portugal.

<sup>3</sup> Los bonos Brady toman el nombre del Secretario del Tesoro Nicholas Brady que impulsó el acuerdo de reestructuración de la deuda externa vencida a partir de la crisis iniciada por el incumplimiento del gobierno de México en 1982. En 1989 se llegó a un acuerdo entre el gobierno de México y los acreedores

Gráfico 2



La actividad inversora de países emergentes se aceleró considerablemente en los años 90. Desde 1991 alrededor de 65 países han sido evaluados por primera vez, de un total de 100 aproximadamente. Esta profusión de la incorporación de países a la actividad emisora internacional en la década de los 90 ha ido acompañada de una serie de crisis financieras que han producido revisiones a la baja (en ocasiones muy pronunciadas) de los *rating* soberanos de los países. La crisis de México en 1994-1995, la crisis asiática en 1997, el default ruso en 1998, Brasil en 1999, Argentina en 2001 y 2002, o Turquía en 2003<sup>4</sup>.

Según las agencias calificadoras, los incumplimientos pasados reflejan una variedad de factores<sup>5</sup>, incluyendo guerras, revoluciones, políticas fiscales y monetarias poco estrictas, shocks económicos externos, etc. Actualmente, la disciplina fiscal, la administración de deuda, las ineficiencias estructurales que limitan la productividad, y los pasivos contingentes<sup>6</sup> producto de sistemas bancarios débiles son algunos de los significativos desafíos de política económica que enfrentan a muchos gobiernos.

#### 6.4. Definiciones de los *rating*

En general, ya se ha visto que una calificación de *rating* es una opinión actualizada sobre la capacidad financiera, o sobre la calidad de crédito, de un emisor para cumplir con sus obligaciones financieras. Esta opinión se centra en la capacidad y la voluntad

---

internacionales que abrió otros acuerdos similares con otros gobiernos. En muchos casos los acreedores aceptaron quitas importantes, pero a cambio recibieron bonos negociables con plazos de vencimiento de hasta treinta años, lo que suavizó a corto plazo la carga de amortización del capital. Los gobiernos garantizaban el pago del principal mediante la compra de bonos cupón cero del Tesoro de Estados Unidos depositados en la Reserva Federal de Nueva York.

<sup>4</sup> Reisen, H. (2003): *Ratings Since The Asian Crisis*. OCDE, Working paper N° 214, nov 2003.

<sup>5</sup> Bhatia, A.V. (2002): *Sovereign Credit Ratings Methodology: An Evaluation*. FMI, Working paper N° 170, oct 2002.

<sup>6</sup> Según el *External Debt Statistics: Guide for Compilers and Users*, FMI (2003), los pasivos contingentes se definen como instrumentos en virtud de los cuales deben cumplirse una o más condiciones antes de que tenga lugar una operación financiera.

del emisor para cumplir con sus compromisos financieros. En consecuencia, esta calificación se refiere a la calidad crediticia del emisor de forma genérica y no se basa en ninguna obligación financiera específica ni tiene en cuenta la naturaleza y las cláusulas de la obligación, su posición relativa en caso de quiebra o liquidación, preferencias estatutarias o la legalidad y la capacidad de ejecución de la obligación. Además, la calificación tampoco tiene en cuenta la calidad de crédito de garantes, compañías de seguros u otras formas de reducción del riesgo.

Cuando se establecen las calificaciones de *rating* y éstas son valoradas positiva o negativamente por los agentes que actúan en el mercado y, a su vez, se fija un determinado diferencial de tipos de interés entre las emisiones de los distintos soberanos calificados estamos haciendo referencia al *rating* a largo plazo en moneda extranjera de un emisor.

Sin embargo, también se suele asignar un *rating* a corto plazo al mismo tiempo que un *rating* de las obligaciones a medio y largo plazo. Un país con un *rating* a largo plazo relativamente bajo, reflejo de un elevado nivel de endeudamiento o de una débil capacidad para el servicio de la deuda, puede no obstante disfrutar de un alto *rating* a corto plazo si se ha probado que es capaz de gestionar sus necesidades de liquidez de forma exitosa en el pasado.

## 6.5. Definiciones de las calificaciones de emisor a medio y largo plazo

Las definiciones de las calificaciones crediticias siguen un esquema de valoración ordinal que asigna determinadas combinaciones de las letras A, B, C y D, en mayúsculas o en minúsculas dependiendo de la agencia calificadora. Standard & Poor's y Fitch utilizan sólo letras mayúsculas iguales (AAA, AA, BBB, etc.) y Moody's combina una letra mayúscula y seguida de una, dos o ninguna "a" minúscula.

En la Tabla 1 se muestra un cuadro resumen de las calificaciones de *rating* de las tres agencias más relevantes y una síntesis de su significado que también se explica de forma más detallada:

**AAA/Aaa** Un emisor calificado como 'AAA' presenta una capacidad extremadamente fuerte para cumplir con sus compromisos financieros. Se trata de la calificación más alta otorgada por las agencias calificadoras.

**AA/Aa** Un emisor calificado como 'AA' presenta una capacidad muy fuerte para cumplir con sus compromisos financieros. Este emisor difiere poco de otros con calificaciones más altas.

**A/A** Un emisor calificado como 'A' presenta una capacidad fuerte para cumplir con sus compromisos financieros, pero es un poco más sensible a condiciones y situaciones económicas adversas que los emisores calificados en categorías más altas.

**BBB/Baa** Un emisor calificado como 'BBB' presenta una capacidad adecuada para cumplir con sus compromisos financieros. Sin embargo, condiciones económicas adversas o cambios coyunturales probablemente conducirán a la reducción de su capacidad para cumplir con sus compromisos financieros.

En este punto se encuentra la línea que divide los emisores con un nivel de riesgo suficientemente bajo como para que inversores con una alta aversión al riesgo (fondos de pensiones, por ejemplo) puedan aplicar sus fondos. En consecuencia, los emisores calificados desde BBB (Baa) hacia arriba se considera que se encuentran en **grado de inversión**.

Esto supone que los soberanos que se encuentran en grado de inversión cuentan con unas mínimas condiciones de prosperidad económica y de estabilidad política que les permite hacer frente a condiciones externas adversas.

Tabla 1: Calificaciones de *rating* a largo plazo

|                           | Moody's                 | S&P                     | Fitch IBCA                            | Significado   |
|---------------------------|-------------------------|-------------------------|---------------------------------------|---|
| <b>GRADO DE INVERSIÓN</b> | <b>Aaa</b>              | <b>AAA</b>              | <b>AAA</b>                            | La más alta calidad crediticia. Capacidad de pago enormemente alta aún en condiciones adversas.   |
|                           | <b>Aa</b>               | <b>AA</b>               | <b>AA</b>                             | Muy alta calidad crediticia. Esta capacidad de pago no es significativamente vulnerable en condiciones adversas.  |
|                           | <b>A</b>                | <b>A</b>                | <b>A</b>                              | Alta calidad crediticia. Fuerte capacidad actual de pago. En el futuro puede ser algo más vulnerable que las anteriores ante situaciones adversas.  |
|                           | <b>Baa</b>              | <b>BBB</b>              | <b>BBB</b>                            | Buena calidad crediticia. Ante situaciones adversas no presenta alta protección. Es la categoría más baja de inversión.   |
| <b>GRADO ESPECULATIVO</b> | <b>Ba</b>               | <b>BB</b>               | <b>BB</b>                             | Grado especulativo. En el futuro no está asegurada. Ante situaciones adversas carece de protección.   |
|                           | <b>B</b>                | <b>B</b>                | <b>B</b>                              | Altamente especulativa. Escasa garantía de pago. Ante situaciones adversas fuerte vulnerabilidad.   |
|                           | <b>Caa</b><br><b>Ca</b> | <b>CCC</b><br><b>CC</b> | <b>CCC,</b><br><b>CC,</b><br><b>C</b> | Alta probabilidad de incumplimiento.<br>Sólo con condiciones muy favorables puede asegurarse la continuidad de los cumplimientos. CC indica que algún tipo de incumplimiento parece muy probable, C significa incumplimiento inminente. |
|                           |                         | <b>SD</b><br><b>D</b>   | <b>DDD,</b><br><b>DD,</b><br><b>D</b> | Default. La diferencia entre DDD, DD y D está en la probabilidad de recuperación.<br>SD: Default selectivo  |

Por el contrario, los emisores BB (Ba), B, CCC (Caa) y CC (Ca) presentan significativas características especulativas. BB indica el menor **grado de especulación** (es decir, se encuentran más cerca del grado de inversión), mientras que CC representa el más alto.

Al contrario que los soberanos que se encuentran en grado de inversión, estos emisores pueden presentar características de calidad y protección, pero tales características

pueden ser modificadas por una fuerte incertidumbre económica o por la exposición a condiciones externas adversas.

**BB/Ba** Un emisor calificado como ‘BB’ es menos vulnerable, en el corto plazo, que otros emisores con calificaciones más bajas. Sin embargo, ese emisor presenta dificultades para enfrentar situaciones financieras, económicas o comerciales adversas, lo que puede reducir su capacidad para cumplir con compromisos financieros.

**B/B** Un emisor calificado como ‘B’ es más vulnerable a un incumplimiento de pago que emisores con calificaciones ‘BB’, pero presenta capacidad para cumplir con sus compromisos financieros. Ciertas condiciones financieras, económicas y comerciales probablemente pueden perjudicar la capacidad y buena voluntad de ese emisor para cumplir con sus compromisos financieros.

**CCC/Caa** Un emisor calificado como ‘CCC’ es vulnerable y depende de condiciones financieras, económicas y comerciales favorables para cumplir con sus compromisos financieros.

**CC/Ca** Un emisor calificado como CC es fuertemente vulnerable a un incumplimiento de pago.

**SD/D** Un emisor con calificación ‘SD’ (*Selected default*: Incumplimiento de pago selectivo) o ‘D’ no han cumplido una o más de sus obligaciones financieras (con o sin calificación) dentro del plazo establecido. Se atribuye calificación la ‘D’ cuando se cree que un incumplimiento de pago será general y que el deudor no pagará puntualmente ninguna o casi ninguna de sus obligaciones. Se atribuye una calificación ‘SD’ cuando se considera que se trata de un incumplimiento en relación con una emisión específica o clase de obligaciones, pero que el emisor continuará respetando otras emisiones o clases de obligaciones dentro de los plazos establecidos.

Además, Fitch ha establecido una nueva categoría ‘**RD**’ o “default restrictivo” (restrictive default) que ha sido creado para emisores que impagaron y que todavía tienen una parte de su deuda pendiente de cumplir con sus obligaciones de manera oportuna.

#### ***Otros símbolos añadidos***

Signo de más (+) y menos (-) y 1, 2, 3 (Moody’s). **Las calificaciones de ‘AA’ a ‘CCC’ pueden** ser alteradas si se les añade un signo de más (+) (o un 1 de Moody’s) o un signo de menos (-) (o un 3 de Moody’s), para destacar su relativa fortaleza o debilidad dentro de las principales categorías de riesgo.

A continuación se muestra una tabla con las calificaciones de rating a largo plazo en moneda extranjera de las principales economías latinoamericanas con fecha de tercer trimestre de 2006.

Tabla 2: Calificaciones de *rating* a septiembre de 2006

|               | <b>Fitch Ibca</b> | <b>S&amp;P</b> | <b>Moody's</b> |
|---------------|-------------------|----------------|----------------|
| Argentina     | RD                | B              | B3             |
| Brasil        | BB                | BB             | Ba2            |
| <b>Chile</b>  | <b>A</b>          | <b>A</b>       | <b>A2</b>      |
| Colombia      | BB                | BB             | Ba2            |
| Costa Rica    | BB                | BB             | Ba1            |
| Ecuador       | B-                | CCC+           | Baa1           |
| <b>México</b> | <b>BBB</b>        |                | <b>Baa1</b>    |
| Perú          | BB+               | BB             | Ba3            |
| Uruguay       | B+                | B              | B3             |
| Venezuela     | BB-               | BB-            | Ba3            |

Como puede observarse en la tabla 2, los únicos países que tienen una calificación de “grado de inversión” son Chile, que se encuentra calificada con el mismo nivel por las tres agencias con un rating de A<sup>7</sup> y México que tiene una calificación de “triple B” según Fitch y de “B doble a uno” para Moody’s<sup>8</sup>. Los otros países considerados tienen calificaciones en “grado especulativo” y cabe destacar que para la agencia Fitch Argentina todavía no ha salido completamente de la situación de default.

## 6.- Metodología de los *rating*

A continuación se exponen las metodologías que las agencias de calificación utilizan para el otorgamiento del rating. Cada una de las agencias calificadores tiene sus propios métodos para establecer las calificaciones aunque pueden señalarse una serie de rasgos comunes:

- Generalmente, los rating se establecen en un comité compuesto por un grupo de analistas que evalúan distintas variables que tratan de medir el riesgo de incumplimiento de una emisión de bonos soberanos.
- Las variables analizadas están recogidas en un determinado número de grupos que valoran por ejemplo el comportamiento macroeconómico del país, su estabilidad política, su flexibilidad fiscal, su estabilidad monetaria, sus perspectivas de crecimiento, etc.

### a) Metodología de los rating de Moody’s

Moody’s considera que su papel en calidad de agencia de rating global es contribuir al funcionamiento de los mercados de capitales proporcionando opiniones independientes y consistentes a escala global acerca del riesgo de crédito intrínseco en los instrumentos de deuda. A la hora de expresar dichas opiniones se emplea esencialmente la misma

<sup>7</sup> Una calificación de A2 para Moody’s equivale a A de Standard and Poor’s y Fitch.

<sup>8</sup> Una calificación de Baa1 para Moody’s equivale a BBB+ de Standard and Poor’s y Fitch.

escala de rating que John Moody's introdujo en 1909, cuando comenzó a calificar la deuda corporativa en EE.UU.

Las calificaciones son resultado de una evaluación integral de diversos factores de riesgo crediticio y de escenarios que puedan llevar a un evento de incumplimiento de pago. Debido a ello, el marco analítico empleado por Moody's al calificar a los gobiernos estatales y municipales incorpora la interacción entre cinco elementos relevantes para el análisis crediticio: el marco Institucional, los fundamentos económicos, la gestión presupuestaria, el perfil de la deuda y la situación sociopolítica del país.

**1.- Marco institucional:** El primer paso al efectuar una calificación crediticia consiste en evaluar el marco institucional bajo el cual operan los gobiernos. Los factores objeto de consideración incluyen, por un lado, las estructuras que definen las relaciones intergubernamentales y que determinan las responsabilidades de los gobiernos y, por otro lado, el soporte crediticio (implícito o explícito) que se deriva del marco institucional.

**2.- Fundamentos económicos:** Los fundamentos económicos vienen a fortalecer o debilitar el desempeño presupuestario al afectar a la capacidad de los gobiernos para generar ingresos, circunstancia que define en última instancia su capacidad de pago. El análisis de los fundamentos económicos consiste en determinar el grado de diversificación de la base económica para establecer si ésta depende de un sólo sector o si se encuentra soportada por un amplio número de actividades. Adicionalmente, el enfoque analítico empleado por Moody's tiende a enfatizar las perspectivas a medio plazo, lo cual requiere identificar las tendencias emergentes en aquellas actividades que habrán de soportar el desempeño y el desarrollo económico futuro.

**3.- Gestión presupuestaria:** El análisis de las finanzas gubernamentales se realiza sobre la base de la estructura de ingresos y gastos. En los ingresos es necesario determinar si la base impositiva es amplia o limitada, si las fuentes de ingresos son estables o volátiles, para establecer el grado de dependencia financiera medida a partir del peso relativo de las participaciones dentro de los ingresos totales.

**4.- Perfil de la deuda:** El análisis de la deuda que lleva a cabo Moody's se realiza a partir de una evaluación del marco legal que determina las facultades de los gobiernos para contratar deuda. Una vez establecido el marco legal operante, el análisis se orienta a evaluar la carga financiera de la deuda. Para ello, se considera su peso relativo tanto en términos del nivel (deuda con respecto a ingresos presupuestados) como del flujo derivado del servicio de la deuda (pago de intereses y principal con respecto a ingresos presupuestados).

**5.- Situación sociopolítica:** El ambiente sociopolítico en el cual operan los gobiernos reviste especial interés para Moody's, ya que influye de manera determinante en el comportamiento de los gobiernos afectando su capacidad para establecer ajustes. En diferentes situaciones, la dinámica política viene ser fundamental al momento de evaluar la disposición de un gobierno para llevar a cabo acciones que pueden juzgarse adecuadas bajo una perspectiva financiera-crediticia, pero que resulten poco atractivas desde el punto de vista social o político. En términos del proceso político, Moody's

evalúa la capacidad de los gobiernos para formular e implementar un programa financiero congruente. En este contexto, la forma en la cual se establece la relación entre los poderes ejecutivo y legislativo es determinante para determinar si la administración será capaz de obtener aprobación de sus propuestas. Adicionalmente a la habilidad para maniobrar el proceso legislativo, Moody's considera el grado de apoyo social a las iniciativas gubernamentales, dado que todo gobierno requiere de una amplia base para asegurar una efectiva implementación de los programas.

#### b) Metodología de rating de Standard&Poor's

Como ya se ha dicho anteriormente, según Standard&Poor's (S&P) sus calificaciones de crédito soberano reflejan sus opiniones sobre la capacidad y la actitud de los gobiernos soberanos para atender sus obligaciones financieras en el momento y la cuantía fijados. Esto supone que una calificación de emisor no es una recomendación de compra, venta o mantenimiento en cartera de una obligación financiera, pues no aborda precios de mercado o su adecuación a ningún inversionista en particular.

Las calificaciones de emisores se basan en informaciones actuales suministradas por los propios emisores u obtenidas por S&P de otras fuentes consideradas confiables. Detrás de las calificaciones de se encuentran valoraciones sobre la solvencia desde puntos de vista tanto cuantitativos como cualitativos. Los aspectos cuantitativos del análisis incorporan varias medidas del desempeño económico y financiero. El análisis es también cualitativo debido a la importancia de los aspectos políticos a la hora de calificar sobre la capacidad futura de atender al servicio de la deuda.

Con esto, S&P divide la estructura analítica para soberanos en 10 categorías de variables; en dichas categorías, cada soberano es situado en una escala de uno, el mejor, a seis, el peor. No hay fórmula exacta para combinar las cuentas de determinar las calificaciones. Las variables analíticas son correlativas y las ponderaciones no se fijan, ni a través de soberanos ni con el tiempo. La mayoría de las categorías incorporan tanto el riesgo económico como el riesgo político, los determinantes claves del riesgo financiero. El riesgo económico define la habilidad del gobierno para devolver sus obligaciones en plazo y es una función de ambos factores, cuantitativos y cualitativos. El riesgo político se refiere a la voluntad del soberano para devolver deuda.

La disposición de pagar es un asunto cualitativo que distingue a soberanos de la mayoría de los otros emisores. En parte porque los acreedores tienen capacidad legal sólo limitada, un gobierno puede (y hace a veces) incumplir de forma selectiva sus obligaciones, aún cuando posee la capacidad financiera para el servicio oportuno de deuda. En la práctica, por supuesto, el riesgo político y el riesgo económico se relacionan: un gobierno que no está dispuesto a devolver deuda sigue generalmente las políticas económicas que debilitan su capacidad de hacer frente a las obligaciones contraídas. La disposición de pagar, por lo tanto, abarca toda la gama de factores económicos que influyen en la política.

En definitiva, al valorar el riesgo predefinido para hacer frente a las obligaciones futuras de deuda en la divisa de un Estado, Standard&Poor's considera diez factores fundamentales que se resumen en el siguiente cuadro:

Tabla 3: Categorías en la metodología de calificaciones de riesgo soberano

|   |
|---|
| <p>1) <b>Riesgo político</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● Estabilidad y legitimidad de las instituciones políticas.</li> <li>● Participación popular en el proceso político.</li> <li>● Sucesión del liderazgo (<i>orderliness of leadership sucesión</i>).</li> <li>● Seguridad pública.</li> <li>● Riesgo geopolítico.</li> </ul>   |
| <p>2) <b>Renta y estructura económica</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● Prosperidad, diversidad y grado en el que la economía se orienta al mercado.</li> <li>● Disparidades de renta.</li> <li>● Efectividad del sector financiero en la intermediación de fondos; disponibilidad de crédito.</li> <li>● Competitividad y rentabilidad del sector privado no financiero.</li> <li>● Eficiencia del sector público.</li> <li>● Proteccionismo y otras trabas al mercado.</li> <li>● Flexibilidad laboral.</li> </ul>   |
| <p>3) <b>Perspectivas de crecimiento económico</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● Tamaño y composición del ahorro y la inversión.</li> <li>● Ritmo y patrón de crecimiento económico.</li> </ul>  |
| <p>4) <b>Flexibilidad fiscal</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● Ingresos, gastos y déficit o superávit públicos y tendencia.</li> <li>● Crecimiento de los ingresos públicos, flexibilidad y eficiencia.</li> <li>● Efectividad del gasto público y grado de compromiso.</li> <li>● Oportunidad, cobertura y transparencia en la información.</li> <li>● Restricciones de gasto por obligaciones en el pago de pensiones.</li> </ul>  |
| <p>5) <b>Carga de la deuda del sector público</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● Deuda pública bruta y neta (de activos) como porcentaje del PIB.</li> <li>● Proporción de los ingresos públicos dedicada al pago de intereses de la deuda.</li> <li>● Composición por monedas y estructura de vencimiento.</li> <li>● Profundidad y anchura de los mercados de capitales locales.</li> </ul>   |
| <p>6) <b>Obligaciones contingentes y fuera del presupuesto</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● Tamaño y salud del sector público empresarial no financiero.</li> <li>● Fortaleza del sector financiero.</li> </ul>   |
| <p>7) <b>Flexibilidad monetaria.</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● Comportamiento de los precios en los ciclos económicos.</li> <li>● Expansión monetaria y crediticia.</li> <li>● Compatibilidad del régimen de tipo de cambio y los objetivos monetarios.</li> <li>● Factores institucionales como la independencia del tipo de cambio.</li> <li>● Alcance y eficiencia de los instrumentos de política monetaria.</li> </ul>  |
| <p>8) <b>Liquidez externa</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● Impacto de las políticas monetaria y fiscal en el sector exterior.</li> <li>● Estructura de la balanza por cuenta corriente.</li> <li>● Composición de los flujos de capital.</li> <li>● Suficiente nivel de reservas.</li> </ul>  |
| <p>9) <b>Carga de la deuda externa del sector público y</b></p> <p>10) <b>Carga de la deuda externa del sector privado</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● Deuda externa bruta y neta del sector público como porcentaje de los ingresos exteriores por cuenta corriente. El mismo indicador para el sector privado.</li> <li>● Estructura de vencimiento, composición por monedas y sensibilidad a las variaciones de tipos de interés. El mismo indicador para el sector privado.</li> <li>● Acceso a fondos de organismos multilaterales. El mismo indicador para el sector privado.</li> <li>● Carga del servicio de la deuda. El mismo indicador para el sector privado.</li> </ul> |

### c) Metodología de rating de Fitch.

Según Fitch, la tarea de las agencias de rating de crédito es valorar la capacidad y voluntad de los Estados para generar las divisas necesarias para pagar sus obligaciones. Esta valoración es importante no sólo para los gobiernos soberanos, sino también para otros agentes en el país –bancos, y entidades privadas y públicas. El rating de un Estado soberano constituye un techo por encima del cual no es posible que se sitúen otros agentes residentes del país que soliciten deuda.

Este techo refleja tanto la teoría como la práctica del préstamo internacional. Un gobierno soberano tiene la capacidad legal de aplicar controles de divisas a sus residentes, de forma efectiva monopoliza los ingresos en moneda extranjera de todas las entidades en su territorio. Por lo tanto, los agentes no gubernamentales y sus inversores hacen frente a una transferencia de riesgo –el riesgo de que la moneda local no pueda ser convertida en la divisa que necesiten para servir la deuda en divisas- que les hace tener al menos un riesgo como el del Estado.

**El modelo de riesgo de Fitch.** Aunque los riesgos de incumplimiento por causas políticas se han reducido, es improbable que la historia de los incumplimientos haya terminado. Accidentes y desgracias seguirán ocurriendo, aunque sea más probable que se reduzcan a causa de factores económicos que políticos. La metodología de los rating para prestatarios soberanos de Fitch utiliza ejemplos modernos de incumplimiento y cuasi-impago un conjunto de indicadores clave de peligro, y éstos se incorporan en un modelo de riesgo que proporciona una puntuación porcentual de los prestatarios soberanos. Después se convierte la información en ratings a largo plazo con los cuales nuestros inversores están familiarizados.

**El proceso cooperativo de rating.** Las dificultades de análisis que se han puesto de manifiesto hacen que en la metodología de Fitch se valore de manera especial la “naturaleza cooperativa del proceso de rating”. Fitch no considera el proceso de rating como una situación de enfrentamiento con el acreditado sino que valoran de manera especial el proceso encuesta y de entrevistas con los funcionarios del país.

**La valoración política.** El proceso de valoración política también supone la realización de ejercicios económicos relativamente convencionales para calcular la tendencia del ahorro nacional bruto y de la inversión y sus implicaciones en la balanza por cuenta corriente. Las entrevistas con los políticos son particularmente esenciales para un correcto entendimiento de la política monetaria y fiscal, que para Fitch son los mejores indicadores de los problemas de déficit por cuenta corriente y deuda.

**El análisis de los sectores comerciales.** La valoración de la situación económica desde el punto de vista de la cuenta corriente tiene en cuenta el desarrollo de los ahorros y las inversiones nacionales a través del examen en detalle de las perspectivas de los sectores del país con mayor potencial de comercio. Esto incluye una revisión de la competitividad en precios y en “no precios”; cuota de mercado, diversidad geográfica de los mercados; y diversidad de las exportaciones en término de productos primarios y manufacturas.

La apertura a las inversiones –el tratamiento de la inversión extranjera directa y la repatriación de beneficios y dividendos– es también un factor positivo en la valoración

del potencial de crecimiento de un país y, por ende, de su capacidad para atender el servicio de la deuda. Otro factor es la tendencia de la productividad no sólo de los sectores comerciables (como el manufacturero), sino también de los servicios, ya que esto puede ayudar a determinar la eficiencia con la que los negocios pueden ser dirigidos en la economía.

**La capacidad de los Estados soberanos para resistir los shocks de la economía.** Junto con el establecimiento de una base para una visión en perspectiva de la economía y las finanzas del Estado soberano, también se examina cómo el país puede reaccionar si se enfrenta con ciertos shocks de la economía internacional. Este análisis de sensibilidad se diseña para que proporcione una idea clara de la robustez de la economía y de la política a la hora de enfrentarse a lo inesperado.

**La evaluación del riesgo político.** En la situación actual de globalización financiera mundial, resulta apropiada la desproporción en el análisis en favor de los factores económicos sobre los políticos. No obstante, el riesgo político no se ha eliminado por la destrucción del comunismo.

Hay una dimensión interna y externa que permanece en el riesgo político. Internamente, la primera cuestión es si el sistema político –si es una democracia o un gobierno militar– es duradero y estable y si contaría con el apoyo popular en caso de tener que tomar medidas drásticas. También se examina la existencia de tensiones políticas y sociales, si su origen es económico, social, étnico, religioso, etc.

Externamente, la clave para los prestatarios soberanos es la guerra o la inminencia de una guerra (como ocurrió con los default de Rusia en 1917 o de Japón en 1941). Para la mayoría de los países, el riesgo de guerra es por fortuna insignificante. Pero hay algunos prestatarios soberanos que reconocen la existencia de una grave amenaza externa y dedican una parte importante de los ingresos públicos en defensa. La percepción sobre el riesgo en que se encuentra un soberano concreto puede mejorar considerablemente si pertenece a alguna red de vínculos internacionales incluso si ello no supone formalmente garantía de ayuda mutua en el sentido económico o militar.

**Asignación de ratings.** Una vez que la visita de rating se completa, se realiza el borrador de un detallado informe que es enviado a las autoridades soberanas para que realicen comentarios basados en los hechos. El informe soberano incluye extensas comparaciones entre el país analizado y un grupo de países similares a este para muchos de los indicadores previamente discutidos. El informe es posteriormente presentado al Comité de Rating de Soberanos, cuyo resultado se hace público tan pronto como resulta razonablemente posible.

## **6.6. Relación entre *rating* y variables macroeconómicas**

Una vez analizados los factores que, según las agencias de rating, son determinantes en la calificación de los acreditados, en este capítulo se analiza la posible relación entre el rating asignado a un emisor soberano y un conjunto reducido de variables fundamentales. Como hemos comentado las Agencias de calificación utilizan indicadores económicos que reflejen en mayor o menor medida la capacidad de pago de

los emisores y las variables que se van a analizar recogen aspectos básicos de la economía de los países o de la fortaleza financiera de los gobiernos.

La obtención de resultados positivos en la investigación servirá de base para reflexionar sobre la capacidad de dichas variables para anticipar episodios de incumplimiento y si se encuentran conexiones entre las mismas y la capacidad de cumplimiento del país.

En el trabajo econométrico cuyos resultados se utilizarán para ilustrar este apartado se toma como referencia un trabajo original de Cantor y Paker (1996)<sup>9</sup>. Para ello se utilizaron datos de 47 países con calificaciones de rating en el período 1991-1994. El objetivo de la investigación fue contrastar si en el período considerado era posible establecer conexiones relevantes entre un conjunto reducido de variables fundamentales y el rating asignado por las agencias de calificación. Las principales variables que se tienen en cuenta se explican brevemente a continuación:

*Calificaciones de rating:* como los *rating* asignados a cada país son combinaciones de letras que se ordenan en distintas categorías (es una variable cualitativa), se adopta la convención de transformar las calificaciones ordinales en números y se asigna al nivel de rating más bajo de rating el número 1 y al subir un nivel en la escala de calificaciones se le añade una unidad. En la tabla 4 se muestran los valores numéricos asociados a cada calificación de rating.

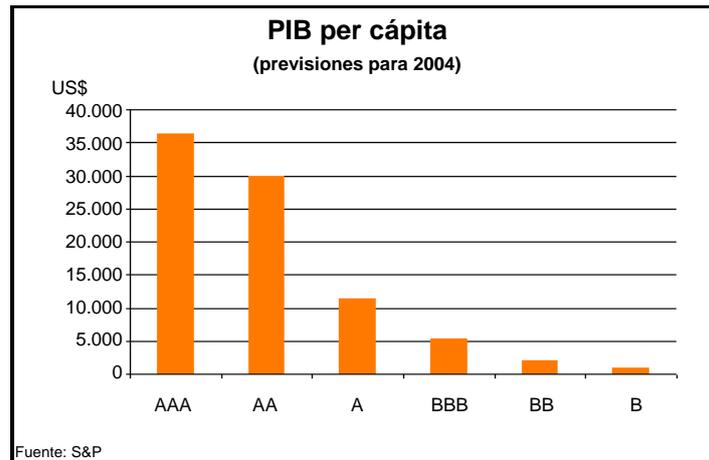
Tabla 4: Valoración de la variable endógena

| S&P  | Moody's | Fitch | Valoración | S&P  | Moody's | Fitch | Valoración |
|------|---------|-------|------------|------|---------|-------|------------|
| AAA  | Aaa     | AAA   | 17         | BB+  | Ba1     | BB+   | 7          |
| AA+  | Aa1     | AA+   | 16         | BB   | Ba2     | BB    | 6          |
| AA   | Aa2     | AA    | 15         | BB-  | Ba3     | BB-   | 5          |
| AA-  | Aa3     | AA-   | 14         | B+   | B1      | B+    | 4          |
| A+   | A1      | A+    | 13         | B    | B2      | B     | 3          |
| A    | A2      | A     | 12         | B-   | B3      | B-    | 2          |
| A-   | A3      | A-    | 11         | CCC+ | Caa1    | CCC+  | 1          |
| BBB+ | Baa1    | BBB+  | 10         | CCC  | Caa2    | CCC   | 1          |
| BBB  | Baa2    | BBB   | 9          | CCC- | Caa3    | CCC-  | 1          |
| BBB- | Baa3    | BBB-  | 8          | CC   | Ca      | CC    | 1          |
|      |         |       |            | C    | C       | C     | 1          |

*Renta o Producto Interior Bruto (PIB) per cápita:* Esta es una de las variables con más peso para valorar la capacidad de endeudamiento de un país y su capacidad para atender el pago del servicio de la deuda. También puede servir como variable indicativa (*proxy*) de la estabilidad política y otra serie de factores. Con la muestra de países que se ha comentado anteriormente se observa en el gráfico 3 una correlación positiva entre las calificaciones crediticias y su nivel de desarrollo económico.

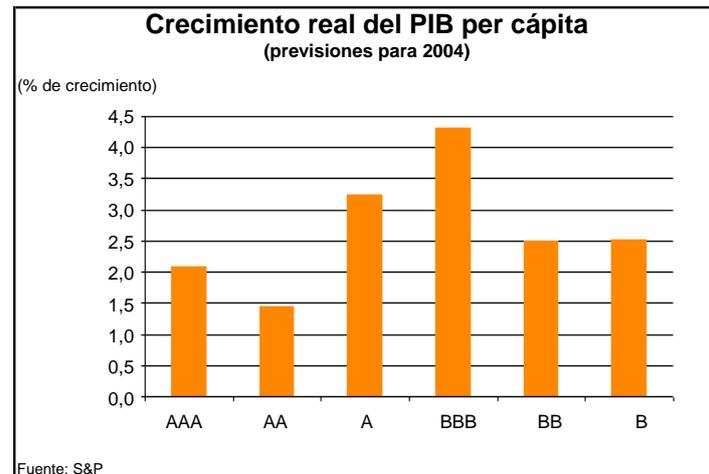
<sup>9</sup> Nuria Alonso (2006), "Análisis de los spread soberanos: estudio de varios países latinoamericanos" Tesis doctoral Universidad Rey Juan Carlos.

Gráfico 3



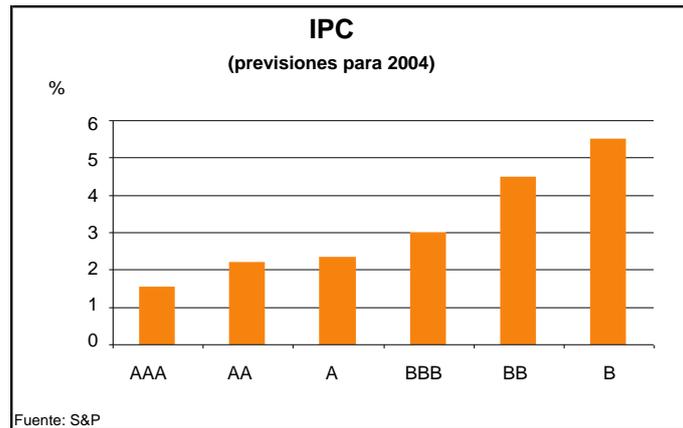
*Crecimiento del PIB:* En un contexto de bonanza económica, una tasa de crecimiento del PIB relativamente alta sugiere una mayor facilidad del sector público del país para atender la carga de la deuda. Sin embargo el gráfico 4, que relaciona el crecimiento con las calificaciones, no permite obtener una senda clara de correlación

Gráfico 4



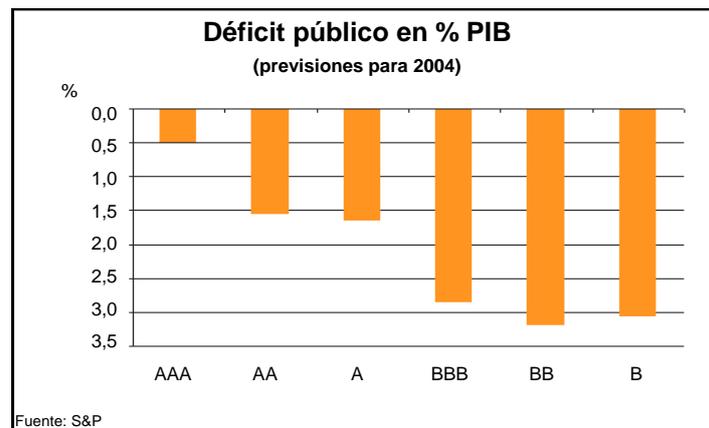
*Inflación:* Una alta tasa de inflación indica problemas estructurales en las finanzas públicas de un país. Cuando un gobierno es incapaz o no quiere pagar los gastos corrientes a través de impuestos o de emisión de deuda tiene que recurrir a la creación de dinero. La elevación de precios que trae consigo la monetización del déficit público puede ser un factor de inestabilidad política. Además, el efecto inflacionista de la monetización del déficit público trae consigo la necesidad de llevar a cabo una política monetaria más restrictiva que, a su vez, frenará el crecimiento económico. En este caso la relación entre inflación y calificaciones es en media negativa, lo que indica que empeora la calificación cuanto mayor sea su nivel de inflación (ver gráfico 5).

Gráfico 5



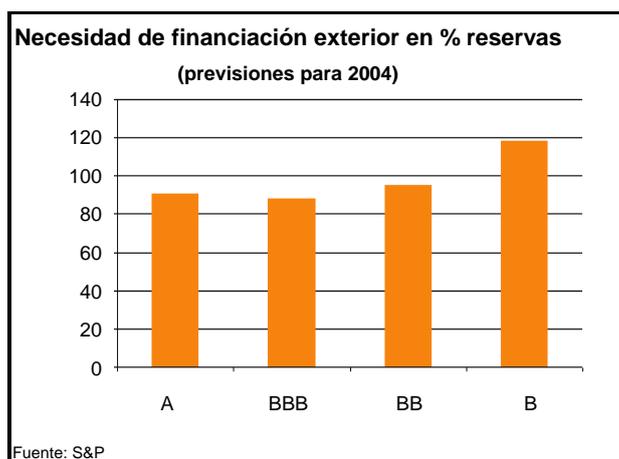
*Balance fiscal:* Un déficit público elevado absorbe el ahorro interno e indica que en el futuro tendrán que elevarse los impuestos para cubrir los gastos corrientes o el servicio de la deuda. Se observa en el gráfico 6 que una disminución del déficit viene acompañada por una mejor calificación.

Gráfico 6



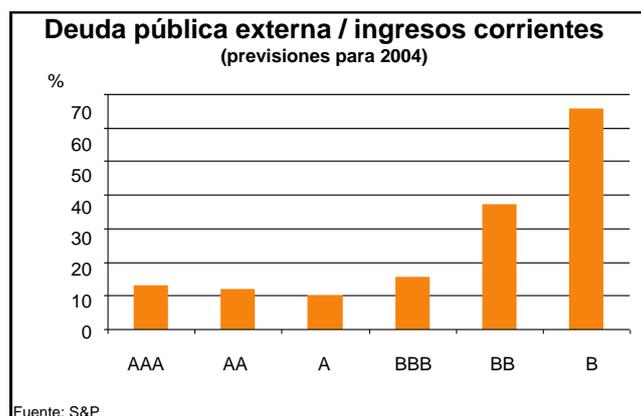
*Balance externo:* La existencia de un importante déficit de la Balanza por cuenta corriente indica que los sectores público y privado dependen de los fondos del exterior. Un déficit corriente persistente trae consigo el aumento del endeudamiento externo y puede convertirse en insostenible con el tiempo. En el gráfico 7 parece deducirse una relación negativa entre este indicador y las calificaciones.

Gráfico 7



*Deuda externa:* Una alta carga de la deuda debería corresponderse con un alto riesgo de default. El peso de la carga de la deuda externa aumenta si el endeudamiento crece más que los ingresos corrientes del país (exportaciones de bienes y servicios). La relación con las calificaciones es igualmente negativa (ver gráfico 8).

Gráfico 8



Otras variables socioeconómicas que pueden tenerse en cuenta son las siguientes:

*Desarrollo económico:* Aunque el desarrollo económico ya está incluido en la variable de renta per cápita, las agencias establecen cierto umbral de relación entre el nivel de desarrollo y el riesgo de incumplimiento. Así, para algunos países que hubieran obtenido cierto nivel de desarrollo el riesgo de incumplimiento sería más bajo.

*Comportamiento de pago anterior:* se considera que los países que han tenido episodios de incumplimiento en el pasado reciente ofrecen una imagen de mayor riesgo de crédito. Igualmente se procede a crear una variable que toma el valor 1 en el caso de que en un país se haya registrado uno o varios episodios de incumplimiento.

Con estas variables y con distintas muestras de países calificados por las agencias se han estimado distintos modelos econométricos que tratan de mostrar la estrecha

asociación que existe entre el nivel de rating asignado a los emisores soberanos por las agencias de calificación y un reducido número de variables, la mayoría económicas.

Después de realizar distintas pruebas sobre la base del trabajo de Cantor y Packer se han podido confirmar unos resultados muy similares con un ámbito temporal más reciente (entre 2001 y 2004). Los modelos con los que se ha obtenido unos mejores resultados son los siguientes:

- Un primer modelo que tiene en cuenta valores medios de los últimos años de variables como el PIB per cápita (en logaritmos), la tasa de crecimiento del PIB, el saldo de la deuda externa neta de activos, un indicador de desarrollo económico<sup>10</sup>, una variable de comportamiento de pago<sup>11</sup> y tres variables que corrigen el comportamiento atípico de tres países (de un total de 73): República Dominicana, el Líbano y Corea.

El modelo arroja unos resultados satisfactorios puesto que las variables exógenas permiten explicar más de un 90% de la variabilidad total de la variable dependiente<sup>12</sup>.

- Un segundo modelo que plantea la inclusión una nueva variable que tenga en cuenta los aspectos políticos y sociales de los países evaluados (teniendo en cuenta que las agencias de calificación reconocen que valoran la estabilidad política y social del país). Para ello, se incluyó una variable de medición de la lucha contra la corrupción que es un indicador publicado por el Banco Mundial que trata de medir el abuso del poder público para el beneficio privado, incluyendo la corrupción menor y en gran escala (y la captura del estado por los grupos de interés).

El resto de variables consideradas son las mismas que en el primer modelo y, en este caso, Corea no parece tener un comportamiento atípico mientras que República Dominicana y el Líbano sí lo mantienen. Los resultados de este segundo modelo son igualmente satisfactorios con unas variables exógenas que explican casi un 93% de la variabilidad total de la variable dependiente<sup>13</sup>.

En consecuencia, parece que existe una alta correspondencia entre el rating otorgado por las agencias y un pequeño conjunto de variables explicativas que representan los indicadores macroeconómicos más importantes como el PIB per cápita, el crecimiento del PIB, la tasa de inflación, el nivel de endeudamiento externo, si se considera que el país es desarrollado o si ha incumplido en el pago de la deuda contraída. Además se han incorporado nuevas variables que mejoran la capacidad explicativa del modelo de Cantor y Packer.

No se intenta demostrar que las agencias de calificación utilizan un modelo similar a los presentados en este apartado, sino que en la práctica los juicios generados por los

---

<sup>10</sup> Se trata de una variable que toma el valor 1 para los países considerados industrializados según la clasificación del Fondo Monetario Internacional (FMI) y 0 para el resto.

<sup>11</sup> Una variable que toma el valor 1 en el caso de que en un país se haya registrado uno o varios episodios de incumplimiento.

<sup>12</sup> El R cuadrado ajustado del modelo es 0,903.

<sup>13</sup> El R cuadrado ajustado es 0,928.

analistas de las agencias se replican con bastante precisión mediante los modelos estimados. También es razonable conjeturar que, a pesar del impresionante despliegue de variables que las agencias dicen utilizar en las metodologías descritas, los analistas se tienen que apoyar en un número reducido de variables, que eso sí, en cada caso concreto pueden ser algo diferentes, al igual que las “ponderaciones” pueden variar según la naturaleza y la situación de cada emisor. En ese sentido los resultados obtenidos pueden interpretarse como una estimación de la media de los juicios realizados por los analistas en el proceso de otorgamiento de las calificaciones.

También parece que es razonable la conjetura de que los analistas establecen una alta correlación entre ese conjunto reducido de variables que han resultado significativas en la asociación con los niveles de rating y la probabilidad de incumplimiento del emisor. Esta asociación es el punto crítico del análisis ya que en última instancia el objetivo de las agencias no es tanto una evaluación macroeconómica y política sino la predicción del comportamiento de pago de los emisores. El comportamiento observado de los emisores evidencia que no existe una correspondencia mecánica entre el perfil macroeconómico años antes del incumplimiento y la realización del incumplimiento, cuando se han producido, y también se observa que soberanos con perfiles macroeconómicos débiles no incumplen durante largos períodos. Sin embargo las calificaciones crediticias tienen una alta correspondencia con los tipos de interés que los inversores exigen a los emisores soberanos. La cuestión es por lo tanto si la calificación crediticia emitida por las agencias es una buena medida de la prima de riesgo de los bonos soberanos.

### **6.7. El *spread* de los bonos soberanos.**

Aunque las calificaciones crediticias influyen en las decisiones de los agentes que operan en los mercados financieros, en lo que respecta a la valoración de la probabilidad de incumplimiento de los bonos soberanos la información más utilizada para analizar el riesgo de crédito es el *spread*. Los precios de los bonos soberanos que se negocian en los mercados secundarios permiten obtener el *spread* o diferencial del rendimiento del bono sobre el activo libre de riesgo. Con más precisión el *spread* es la diferencia entre la rentabilidad al vencimiento del bono y la rentabilidad al vencimiento de un bono de igual plazo residual emitido por un emisor que convencionalmente se considera libre de riesgo de crédito (en dólares los bonos emitidos por el Tesoro de Estados Unidos).

Este *spread* ha sido objeto de análisis desde diferentes puntos de vista y con variadas metodologías. Existe un amplio consenso sobre que los *spreads* reflejan las percepciones de los inversores respecto el riesgo de crédito. Los inversores exigen en general mayores rendimientos a los bonos emitidos por los gobiernos de las economías denominadas emergentes que a los bonos emitidos por los gobiernos de las economías desarrolladas y puede conjeturarse que esa exigencia está asociada a la percepción de un mayor riesgo.

Los inversores que compran bonos están expuestos a un conjunto de riesgos. El riesgo de crédito se refiere a la posibilidad de que el emisor no cumpla sus obligaciones contractuales de pago de los intereses y/o el principal. El riesgo de crédito depende

fundamentalmente de las características del emisor pero también puede estar influido por factores sistémicos. En el caso del riesgo de crédito soberano se conjugan dos factores: la capacidad de pago y la voluntad de pago<sup>14</sup>.

Otro riesgo importante es el riesgo de mercado, dado que los bonos son negociados en mercados secundarios y los precios fluctúan por cambios en la oferta y la demanda. Diversos factores afectan a los movimientos de los precios; uno de los más importantes son los cambios de los tipos de interés de los bonos libres de riesgo y de los tipos de interés a corto plazo (LIBOR), pero otros tienen su origen en la percepción de los inversores sobre la capacidad del emisor para hacer frente a sus compromisos, por lo que el riesgo de mercado y el riesgo de crédito están interrelacionados. A su vez los factores que influyen sobre los inversores para evaluar la capacidad de pago del emisor cubren un amplio espectro, desde la evolución de la economía en los países desarrollados (debido a la importancia de los flujos comerciales y los flujos de capital para la obtención de divisas), como los períodos electorales (por la incertidumbre sobre las políticas económicas de los candidatos), así como la información generada por la publicación de nuevos datos macroeconómicos, los cambios de las calificaciones crediticias de las agencias, hasta los procesos de crisis o turbulencias de otras economías emergentes (efecto contagio).

Por último, y no menos importante, está el riesgo de liquidez. Los mercados presentan mayor o menor liquidez, es decir mayor o menor capacidad para que un inversor pueda realizar una transacción con rapidez y sin que los precios se vean alterados significativamente por el anuncio de su deseo de comprar o vender. La liquidez en los mercados es siempre variable, pero en el caso de los mercados emergentes se han dado crisis de liquidez cuando en determinadas circunstancias existe la imposibilidad de realizar transacciones, salvo con una reducción enormemente significativa de los precios, y en algunos casos prácticamente imposible. El riesgo de liquidez también está muy relacionado con el riesgo de crédito y con los procesos de contagio.

#### **6.8. El spread como indicador del riesgo-país y su relación con la calidad crediticia de los emisores**

El indicador de spread que se utiliza en los mercados financieros es el EMBI Emerging Markets Bond Index (índice de bonos de países emergentes). Supone el diferencial entre la deuda externa de un país emergente y la de Estados Unidos. La unidad de medida son puntos básicos: 100 puntos básicos = 1 punto porcentual. En 1994 Morgan estableció el índice EMBI+, que mide el riesgo país de 15 naciones: Argentina, Brasil, Colombia, Ecuador, México, Panamá, Perú, Venezuela, Bulgaria, Corea del Sur, Marruecos, Nigeria, Filipinas, Polonia y Rusia.

Como se observa en los gráficos que se recogen al final de este apartado, en los últimos años se han reducido considerablemente los *spread* de deuda de los países de Latinoamérica. El contexto internacional de elevada liquidez, unos tipos de interés históricamente muy bajos, el aplanamiento de la curva de rentabilidades de Estados

---

<sup>14</sup> Estos dos factores también existen en el riesgo de crédito corporativo pero en el caso del riesgo soberano la determinación de la voluntad de pago por factores políticos es muy relevante.

Unidos y la lógica búsqueda de ganancias por parte de los inversionistas han sido factores decisivos para la entrada de flujos de capitales en la región y la aceptación de colocaciones de títulos en moneda local con un menor coste financiero. En los últimos años la serie histórica de los diferenciales de tasas de interés de los países seleccionados alcanzó el mínimo alrededor del tercer trimestre de 2005.

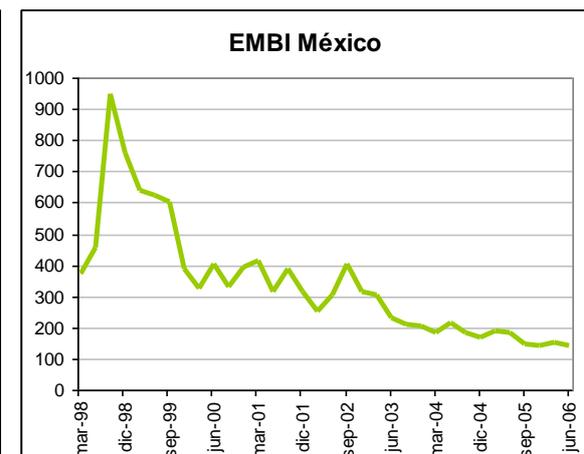
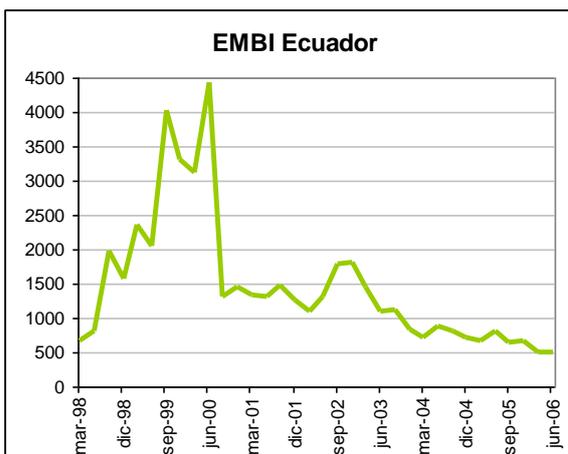
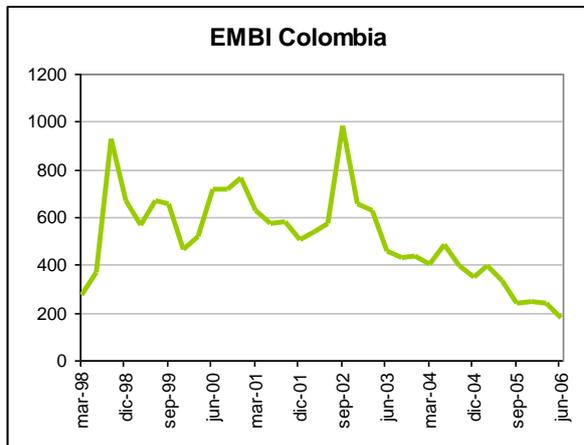
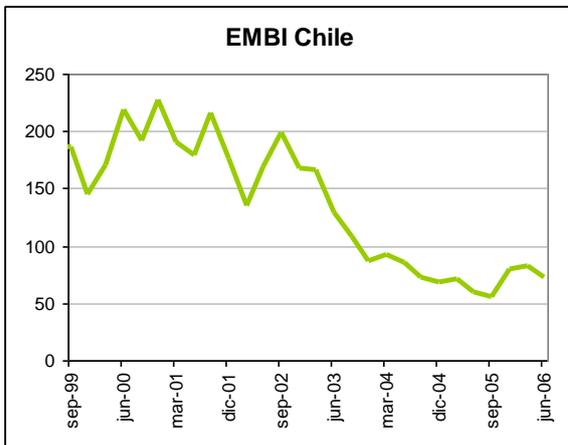
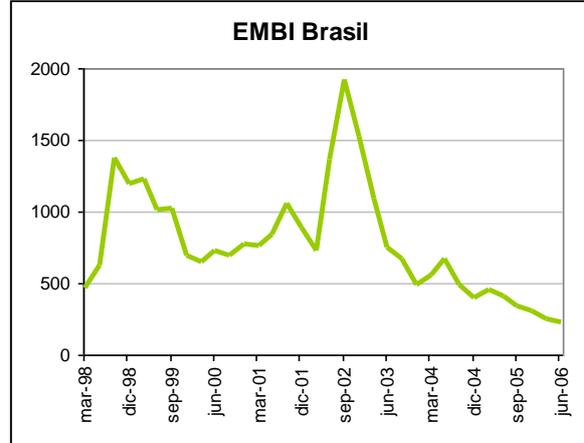
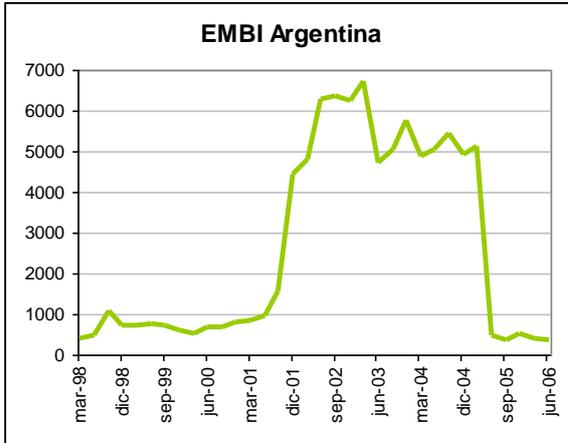
En los primeros meses de 2006 el mercado empezó a reflejar una mayor aversión al riesgo ante la subida de los tipos de interés de Estados Unidos. Cuando en mayo se produjo un aumento de la tasa de inflación de este país superior al esperado, los mercados financieros cayeron marcadamente, en especial los mercados emergentes. Esto reflejó una reacción de los inversionistas ante las expectativas de un importante aumento de las tasas de interés y un consecuente enfriamiento del crecimiento global.

Sin embargo, el buen comportamiento macroeconómico que se observa en buena parte de los países de la región y, en concreto, el esfuerzo de consolidación fiscal que ha traído consigo que se registren superávits primarios, el aumento de los niveles de reservas internacionales y la mejora de la estructura de plazos y vencimiento de la deuda, muestran que han mejorado las condiciones financieras de la región para hacer frente a una posible retirada de capitales o una recesión global. Las características fundamentales de la región no parecen estar en peligro aunque hubo un ligero aumento de las primas por riesgo, puesto que las correcciones se produjeron principalmente en los mercados y monedas que tenían una mayor apreciación. Sin embargo, este hecho no significa que no existan factores de riesgo en la región, como la falta de desarrollo de los mercados financieros internos.

Es importante tener en cuenta que las variaciones de los *spread* pueden tener su explicación en otros factores diferentes a la calidad crediticia de los emisores. Entre esos factores relevantes que influyen sobre los precios de los bonos soberanos, y por lo tanto en los *spreads*, un elemento destacado es el denominado apetito al riesgo de los inversores. La caída de la rentabilidad de los activos libre de riesgo puede provocar la búsqueda de mayores rentabilidades asumiendo mayores riesgos. Pero el proceso de compra de los bonos soberanos presiona al alza los precios y reduce temporalmente los *spreads*. El efecto contrario se produce cuando en un comportamiento de rebaño los inversores huyen de los activos con riesgo buscando refugio en los activos libre de riesgo, la denominada “huida a la calidad”. La presión vendedora tensiona los precios a la baja y aumentan los *spreads*. Por último hay que añadir que no todas las emisiones tienen el mismo tamaño y tampoco son negociadas con igual frecuencia lo que determina unas condiciones de liquidez específicas para cada emisión con influencia sobre sus precios y por lo tanto sobre el *spread*.

Por todo lo anterior es razonable plantearse que la información contenida en los *spreads* es multifacético y que su análisis es complejo debido a la cantidad de factores que están detrás y a su variabilidad. En cualquier caso los *spreads* son muy relevantes como indicador del coste de la deuda de los gobiernos y también como indicadores de riesgo país, ya que así se utilizan, lo que a su vez influye sobre las expectativas de los agentes y sobre las variables económicas en un ciclo de retroalimentación.

Gráficos 9 a 14: Evolución del spread de varios países de Latinoamérica



## **Bibliografía**

Bhatia, A.V. (2002): Sovereign Credit Ratings Methodology: An Evaluation. FMI, Working paper N° 170, oct 2002.

Borio, C. y Packer, F. (2004): "Assessing new perspectives on country risk". BIS Quarterly Review, diciembre 2004.

Cantor, R y Packer, F (1995): "Sovereign Credit Ratings" Current Issues in Economics and Finance, vol 1 n°3, Federal Reserve Bank of New York, junio de 1995.

Cantor, R. y Packer, F. (1996) "Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings" en FRBNY Economic Policy Review, Federal Reserve of New York, octubre de 1996.

Kaufmann, D., Kraay, A. y Mastruzzi, M. (2003). "Governance Matters III: Governance Indicators for 1996-2002". WBER, Volume 12, N.12.

Kaufmann, D., Kraay, A. y Mastruzzi, M. (2005). "Governance Matters IV: Governance Indicators for 1996-2004". Banco Mundial, mayo de 2005.

Reisen, H. (2003): Ratings Since The Asian Crisis. OCDE, Working paper N° 214, nov 2003.