

CAPÍTULO 5

¿Dónde se encuentra información de fuentes públicas sobre el riesgo-país?

El papel de las fuentes privadas de información

Tormentas, relámpagos y rayos son altamente difíciles de prever en cuanto al lugar y momento exactos de su caída. Los meteorólogos conocen las condiciones subyacentes de la formación de las tormentas pero, si ocurren, suele ser demasiado tarde cuando se detectan el momento y el lugar precisos: el trueno ya retumba. Existe una analogía entre la detección de los signos adelantados de los rayos y la capacidad del análisis del riesgo-país para anticipar las crisis financieras y políticas. En ambos casos, el desafío consiste en detectar la emergencia del riesgo en sus etapas de formación inicial. En meteorología, los radares pueden identificar la presencia de partículas de agua en la atmósfera solo cuando se han condensado dentro de las nubes y en forma de lluvia, es decir, muy tarde. Por su parte, el análisis del riesgo-país a menudo brinda índices de liquidez y solvencia que tienen un interés retrospectivo para la investigación académica pero son de poca utilidad para establecer una estrategia operacional. En ambos casos, la clave es obtener una información creíble: de fuentes convergentes y lo más actualizada posible. Las fuentes privadas de información sobre el riesgo-país desempeñan un papel muy importante tanto para el analista como para el inversionista.

Las fuentes privadas de información se pueden clasificar en cinco categorías:

- Los organismos privados de análisis del riesgo-país (IIF, PRS Group, EIU, etc.)
- Las agencias clasificadoras (Moody's, Fitch, Standard & Poor's, etc.)
- La banca comercial y la banca de inversión (JP Morgan, BBVA, Citibank, etcétera)
- Las compañías de seguros y garantía de créditos (Coface)
- Las entidades académicas y los centros de investigación (Global Finance Chair, IIE, etc.)

1. LOS ORGANISMOS PRIVADOS DE ANÁLISIS DEL RIESGO-PAÍS

Existe un gran número de organismos privados que brindan información, análisis y clasificación del riesgo-país. Estos organismos son compañías de asesoría estratégica, *think tanks*, revistas especializadas y consultoras, entre otros. Este apartado solo se enfoca en algunas de estas entidades privadas dentro de las más destacadas y útiles para la evaluación del riesgo-país.

El World Economic Forum (Foro de Davos: <www.weforum.org>), ubicado en Ginebra, Suiza, brinda cada año una clasificación de los países en relación con su competitividad en la economía global. El primer *Informe de Competitividad Global* fue publicado en 1979 y hoy en día este informe clasifica a 117 países en el mundo. El primer país de América Latina en la lista de los más competitivos es Chile con el número 23.

CUADRO 5.1. WORLD ECONOMIC FORUM:
20 PAÍSES MÁS COMPETITIVOS, 2006

PUESTO	PAÍS
1	Finlandia
2	Estados Unidos
3	Suecia
4	Dinamarca
5	Taiwán
6	Singapur
7	Islandia
8	Suiza
9	Noruega
10	Australia
11	Holanda
12	Japón
13	Reino Unido
14	Canadá
15	Alemania
16	Nueva Zelanda
17	Corea del Sur
18	Emiratos Árabes
19	Qatar
20	Estonia

Fuente: World Economic Forum (WEF).

Euromoney e *Institutional Investor* son dos revistas mensuales que brindan dos veces al año (en marzo y septiembre) una clasificación del riesgo-país de 170 países. *Institutional Investor* utiliza una red global de cien banqueros y analistas del riesgo-país en la banca internacional y los fondos de inversión más importantes. Estos especialistas otorgan a cada país un puntaje de 0 a 100, donde 100 representa la menor posibilidad de incumplimiento de deuda. Los bancos con exposición mundial y sistemas de análisis de riesgo más elaborados tienen más peso en el resultado.

Euromoney utiliza una red de economistas y su clasificación está basada en varios criterios que reciben una ponderación específica en la puntuación final:

- Crecimiento económico: 25%
- Riesgo político: 25%
- Deuda externa: 10%
- Incumplimiento y reprogramación de pagos: 10%
- Clasificación de créditos por Moody's, Standard & Poor's y Fitch: 10%
- Créditos de corto plazo, acceso al mercado: 5%
- Crédito bancario de largo plazo: 5%
- Acceso al mercado de capital: 5%
- Diversificación de los bonos: 5%

CUADRO 5.2. *EUROMONEY*:
LISTA Y CLASIFICACIÓN COMPARATIVA DEL RIESGO-PAÍS
2001 Y 2006

2001	2006
14 = Singapur	4 = Estados Unidos
28 = Taiwán	20 = Singapur
30 = Hong Kong	25 = Hong Kong
40 = Chile	26 = Taiwán
39 = Hungría	41 = Hungría
42 = Polonia	44 = Chile
45 = China	47 = México
56 = Malasia	52 = China
71 = PERÚ	76 = PERÚ
93 = Bulgaria	119 = Argentina
163 = Congo	182 = Cuba

Fuente: *Euromoney*.

Otra fuente es el Grupo de Servicios de Riesgo Político (Political Risk Service o PRS Group Inc. por sus siglas en inglés) y su Guía del Riesgo-País Internacional (<www.prsgroup.com/countryreport/countryreport.html>). Desde 1979, el PRS ha provisto a los inversionistas de la información y los análisis necesarios para evaluar y pronosticar el riesgo de inversión en los países emergentes. Su base de datos incluye cien países. En sus informes semestrales de cada país, que se revisan mensualmente, presenta concisos análisis en un formato estándar de potenciales riesgos políticos, financieros y económicos para el comercio y las inversiones (*Political Risk Letter*, informes de 25 páginas). El valor agregado de estos informes proviene de su enfoque en la situación sociopolítica del país para detectar riesgos de turbulencia; se incluyen instituciones, corrupción, burocracia, fragmentación política y papel de partidos y sindicatos, entre otros aspectos.

Estos informes mensuales sobre riesgo político se ocupan de los sucesos sociales y políticos recientes, incluyen un reporte respecto de la estabilidad del gobierno, las divisiones en los partidos y las coaliciones entre ellos, la corrupción, el terrorismo, el malestar social y los factores de fragmentación social. También ofrece una tabla con pronósticos políticos y económicos acerca de la probabilidad de que se presente un proceso de agitación social significativa. Su calificación compuesta del riesgo incorpora información política, con un peso de 50%, e información financiera y económica, con una contribución de 25% cada una.

El *cuadro 5.3* presenta la probabilidad de ocurrencia de cambios políticos en el Perú (en mayo de 2003) con un horizonte de 18 meses y con otro de cinco años, y su probable impacto en el campo económico en términos de crecimiento, inflación y déficit de la cuenta corriente.

CUADRO 5.3. PERÚ: RIESGO-PAÍS SEGÚN PRS GROUP INC., MAYO DE 2003

ESCENARIO POLÍTICO MÁS DESEADO			
Proyección a 18 meses	Gobierno dividido: 65%		
Proyección a 5 años	Coalición de centro-izquierda: 55%		
COALICIÓN DE CENTRO-IZQUIERDA	CRECIMIENTO	INFLACIÓN	CUENTA CORRIENTE (millones de dólares)
2003	3,6	2,8	-1 100
2004-2008	4,2	3,5	-1 080

Fuente: PRS Group, Peru Country Forecast, 2003 (<www.prsgroup.com/countryreport/countryreport.html>).

La Unidad de Inteligencia Económica (Economic Intelligence Unit —EIU) es una organización independiente, con sede en Londres, asociada al periódico *The Economist*. Proporciona pronósticos macroeconómicos globales e informes sobre cerca de 190 países distintos y ocho sectores industriales. Además, la EIU otorga calificaciones y elabora un *ranking* de estos países (<www.eiu.com/site_info>).

Frost & Sullivan es una institución fundada en 1961 orientada a fomentar la investigación de los mercados con un enfoque sectorial. Tiene oficinas en 25 países y más de mil analistas. Su grupo, Economic Research & Analytics, brinda información y análisis sobre países de la OCDE y países emergentes con un enfoque económico, financiero y sociopolítico para determinar el potencial del mercado para un inversionista determinado (<<http://www.frost.com/prod/servlet/frost-home.pag>>).

El centro de investigación Political and Economic Risk Consultancy, Ltd (PERC) concentra sus actividades de análisis en nueve países de Asia. El PERC brinda informes mensuales sobre la situación económica y sociopolítica, incluso un análisis de la corrupción en doce países asiáticos que incorpora la evaluación de cerca de cien gerentes de compañías multinacionales presentes en la región (<<http://www.asiarisk.com/>>).

Otra fuente útil de información es el Índice de Estabilidad Política y Económica de Lehman Brothers y el Grupo Eurasia (<<http://www.legsi.com/>>). Este índice mensual mide la estabilidad relativa de alrededor de veinte mercados emergentes mediante la integración de teorías de las ciencias políticas y el estudio de la evolución de los mercados financieros. Su evaluación de veinte indicadores compuestos de estabilidad política y económica emplea una combinación de data cualitativa y cuantitativa para elaborar los puntajes. En el rubro de estabilidad se incluyen eficiencia institucional, legitimidad política, violencia social, desempeño económico y efectividad del gobierno.

El Instituto de Finanzas Internacionales (Institute of International Finance, IIF en inglés) es un centro de investigación del riesgo-país de la comunidad bancaria mundial con sede en Washington. El IIF representa a los establecimientos bancarios privados. Debido a que la falta de transparencia en la información macroeconómica fue ampliamente reconocida como un factor explosivo a raíz de las crisis en México en 1982 y en 1994, el IIF incrementó en las

postrimerías de la crisis asiática la presión sobre los gobiernos para que proporcionen mejor información sobre movimientos de capital, depósitos bancarios, carteras de valores, instrumentos derivados y reservas debido a la necesidad de los inversionistas de los mercados emergentes de tener información económica más oportuna y significativa para poder evaluar su riesgo. El instituto proporciona a los bancos miembros tres fuentes de información principales:

- Data específica de cada país.
- Investigaciones de nivel mundial sobre flujos de capital a las economías de los mercados emergentes.
- Informes sobre la estructura y los distintos aspectos de regulación del sistema financiero internacional.

El *cuadro 5.4.* presenta la información del IIF sobre el Perú a mediados de 2006, con proyecciones hasta finales de 2007.

CUADRO 5.4. PERÚ: EVOLUCIÓN DE DEUDA E ÍNDICES DE LIQUIDEZ Y SOLVENCIA SEGÚN IIF

	2000	2001	2002	2003	2004	2005*	2006**	2007**
Deuda externa total (mill.de dólares)	28 597	27 765	28 049	29 673	31 118	28 605	29 725	30 330
Deuda externa total (% del PBI)	53,8	51,7	49,6	48,8	45,3	36,5	35,6	34,7
Deuda externa total (% de exportaciones)	310,1	303,4	291,7	267,1	209,4	142,7	139,2	147,0
Deuda de mediano y largo plazo (mill. de dólares)	25 304	24 804	25 277	27 112	28 468	25 711	26 628	27 031
Deuda de corto plazo mill.de dólares)	3 293	2 961	2 772	2 561	2 650	2 895	3 097	3 299
Servicio de la deuda (mill. de dólares)	3 805	3 509	3 242	3 257	3 684	6 901	4 243	4 462
Servicio de la deuda (% de exportaciones)	41,3	38,3	33,7	29,3	24,8	34,4	19,9	21,6
Intereses de la deuda (mill. de dólares)	1 802	1 640	1 348	1 354	1 449	1 669	1 790	1 929
Intereses de la deuda (% de exportaciones)	19,5	17,9	14,0	12,2	9,7	8,3	8,4	9,3
Amortización de la deuda (mill. de dólares)	2 003	1 868	1 893	1 903	2 235	5 232	2 453	2 533
Amortización de la deuda (% de exportaciones)	21,7	20,4	19,7	17,1	15,0	26,1	11,5	12,3

Fuente: IIF.

* Proyección.

** Estimado.

Institute of International Finance Inc.

El Instituto de Finanzas Internacionales Inc. (IIF por sus siglas en inglés) es una asociación mundial de instituciones financieras. Creado en 1983 en respuesta a la crisis internacional de la deuda, el IIF ha evolucionado para satisfacer las cambiantes necesidades de la comunidad financiera. Sus miembros incluyen a la mayoría de los más grandes bancos comerciales y de inversión del mundo y a un creciente número de compañías de seguros y firmas administradoras de carteras de inversión. Entre los miembros asociados del instituto se encuentran corporaciones multinacionales, agencias de crédito a la exportación y agencias multilaterales. En la actualidad, el instituto cuenta con más de 320 miembros institucionales cuyas sedes se reparten en 60 países.

Sus servicios y actividades se distribuyen en tres áreas: 1) brindar análisis del riesgo de economías de mercados emergentes; 2) servir como foro para la discusión de las firmas que lo integran sobre asuntos clave en las finanzas y aspectos de regulación de los mercados emergentes; y 3) promover la colaboración entre sus miembros e instituciones multilaterales como el Banco Mundial y los bancos regionales de desarrollo.

El IIF tiene dos objetivos prioritarios que trascienden el de servir como foro de discusión. En primer lugar, apoyar a sus miembros en su manejo del riesgo, la asignación de activos y el desarrollo de negocios en los mercados emergentes. Con este fin, proporciona a sus miembros data confiable y análisis objetivos de la evolución y las perspectivas económicas y financieras. En segundo lugar, ofrecer información económica sobre los mercados emergentes en su conjunto. El IIF ha consolidado una sólida reputación por la calidad de sus análisis del riesgo financiero y macroeconómico y por su base de datos. Además de su cobertura de economías individuales, el instituto publica informes sobre asuntos financieros globales y regionales.

<www.iif.org>

2. LAS AGENCIAS CLASIFICADORAS Y EL *RANKING* DEL RIESGO-PAÍS

El objetivo de las clasificadoras del riesgo crediticio es transformar un número de observaciones (Método Delphi) o indicadores cuantitativos en un promedio de factores que se reduzcan a tan solo un número. Esta evaluación considera la capacidad y la voluntad de cumplimiento de pago de una emisión de bonos soberanos de vencimientos específicos.

Las obligaciones que obtienen una clasificación menor al Grado de Inversión (desde AAA hasta BBB), es decir aquellas que se ubican entre BB y C, tienen un carácter *especulativo* (Fitch). Este resultado, que presenta un solo grado que evalúa situaciones de riesgo económico y sociopolítico, reciente o previsto, permite efectuar comparaciones entre países y a través del tiempo. Este método de clasificación tiene aspectos positivos y negativos, algunos arriesgados.

El método y los resultados de la evaluación del riesgo por las agencias clasificadoras han sido criticados desde distintos puntos de vista. Se pueden destacar dos casos. El primero es la crisis asiática que irrumpió con la devaluación del *bath* en Tailandia, en el verano de 1997, su proceso de propagación a toda la región y, luego, al conjunto de los países emergentes. Hasta el mes de octubre de 1997, Corea estaba todavía tan bien clasificada como Italia y Suecia, antes de que ocurriera un cambio realmente brutal: pasó a ser considerada como economía especulativa, o «bono basura» (*junk bond status*). Como reconoció la agencia Fitch IBCA, sus clientes tendrían que haber recibido una prestación de mejor calidad, pues las agencias no enviaron ninguna señal de peligro respecto de Corea. Cualquiera agencia que clasificara a Corea como Grado de Inversión (AA— o A1) a pocos días de la crisis y, días después, como «bono basura» había cometido un error fatal, antes o después (Fitch, 1998).

El segundo caso es el de la crisis financiera del grupo Enron, en diciembre de 2001. Enron había sido considerada como la compañía más innovadora del siglo. Una semana antes de la profunda crisis de la compañía líder del sector energético en Estados Unidos, las agencias todavía la evaluaban con la mejor clasificación del Grado de Inversión. Finalmente, el 28 de noviembre de 2001, Moody's y Standard & Poor's pasaron a calificarla como «bono basura». El 2 de diciembre, Enron se puso bajo el amparo de la ley de liquidación estadounidense y ocasionó una crisis financiera que afectó a los mercados del mundo entero. El senador Joe Lieberman declaró, en octubre de 2006: «Las clasificadoras —pese a su situación privilegiada para obtener información no disponible para otros agentes— no fueron más astutas ni más reactivas que otros». En octubre de 2006, el presidente de Enron, Jeffrey Skilling, fue condenado a 24 años de cárcel por su implicación en uno de los más grandes escándalos financieros ocurridos en Estados Unidos.

Las agencias clasificadoras han desarrollado un doble sistema de evaluación del riesgo que consiste en: 1) una evaluación por los analistas de los funda-

mentos subyacentes del riesgo crediticio, sobre la base de una amplia gama de indicadores de liquidez y solvencia; y 2) un rango de indicadores que provienen de señales del mercado, que se utilizan como elementos de comparación con el análisis teórico (la evaluación del riesgo implícito contenido en los indicadores del mercado se compara con el análisis de las agencias para ilustrar posibles distorsiones). Sin embargo, estos dos elementos de comparación incorporan muchas variables subjetivas.

VENTAJAS Y DESVENTAJAS DE LA CLASIFICACIÓN DEL RIESGO CREDITICIO

VENTAJAS (+)

-
- Es simple.
 - Permite la comparación entre países.
 - Se puede efectuar una comparación a través del tiempo.
 - Reduce un gran número de variables a una sola cifra.
 - Es útil para observar deterioros graduales y procesos de contagio.

DESVENTAJAS (-)

- Resulta simplista y reduccionista.
 - Se basa en el consenso del mercado.
 - Puede ser una profecía de autocumplimiento.
 - Tiene poco valor predictivo.
 - Un promedio de valor tiende a oscurecer las tendencias desviantes.
-

Las agencias calificadoras proporcionan a los inversionistas no solo una evaluación del riesgo sino también calificación e investigación de créditos en tiempo real a través de Internet. Una calificación del crédito soberano es una evaluación cuantitativa de la capacidad y voluntad de un país de pagar los servicios correspondientes de su deuda externa en forma total y a tiempo. Como tal, una calificación del riesgo es una estimación que establece la probabilidad de incumplimiento y se basa en un amplio número de parámetros sociales y económicos. Por lo tanto, esta valoración es tanto cuantitativa como cualitativa, aunque el producto final sea un grado o una ubicación en un *ranking*. Como considera la agencia Standard & Poor's (S & P), los aspectos cuantitativos del análisis del riesgo incorporan mediciones de desempeño económico y financiero y pasivos contingentes, pero juzgar la integridad de la data es un tema cualitativo. Además, debido a la importancia de la evolución de la política, en términos generales y específicos, el análisis debe ser también cualitativo (S & P, 2002).

Standard & Poor's es una fuente de primer nivel sobre calificación del riesgo soberano que se actualiza semanalmente en los temas de deudas en moneda local y extranjera, de corto y largo plazo. El marco analítico para la calificación de la deuda soberana se basa en diez categorías que incorporan el riesgo político y el económico. Además, la investigación financiera y económica de s & P, incluyendo un glosario de terminología financiera e indicadores de solvencia y liquidez, presenta estimaciones y pronósticos para un número limitado de países en desarrollo. Su objetivo es valorar la «capacidad y buena voluntad del gobierno para cumplir con el total de su deuda a tiempo». Estos índices sirven como punto de referencia para otros emisores en el mismo país, incluso en el sector privado de la economía. El método utilizado por s & P combina un análisis cuantitativo y uno cualitativo basado en diez parámetros, con la ausencia de cualquier sistema de pesos predeterminado. Esos diez parámetros incluyen los siguientes elementos del riesgo-país: riesgo político, estructura económica, perspectivas de crecimiento, flexibilidad fiscal, peso de la deuda, pasivos contingentes e imprevistos, inflación, liquidez externa, y deuda externa del sector público y del sector privado. Cada uno de estos parámetros recibe una calificación entre 1 y 6. Los índices incorporan un horizonte de corto y uno de largo plazo y las notas finales van del Grado de Inversión al Grado de Especulación.

Moody's y Ficht IBCA proporcionan servicios de investigación similares. Asimismo, BradyNet ofrece un grupo de indicadores con un horizonte de nueve años para cuarenta países, que incluye balanza de pagos, información sobre deuda y variables macroeconómicas hasta el año siguiente.

El *cuadro 5.5* ilustra la situación económica del Perú de acuerdo con los indicadores de riesgo soberano de Moody's, a mediados de 2006.

CUADRO 5.5. PERÚ: EVALUACIÓN DE LA SITUACIÓN ECONÓMICA SEGÚN MOODY'S

	2001	2002	2003	2004	2005	2006*	2007*
PBI real	0,2	4,9	4,0	4,8	6,7	5,5	5,0
Inflación (%)	-0,1	1,5	2,5	3,5	1,5	3,5	2,5
Déficit / PBI (%)	-2,6	-2,1	-1,6	-1,2	-0,5	-0,5	-0,8
Deuda soberana / PBI (%)	42,5	43,4	44,0	42,4	35,9	35,0	33,9
Deuda soberana / ingresos (%)	240,2	249,1	245,9	228,1	200,4	184,4	179,0
Cuenta corriente / PBI (%)	-2,1	-1,9	-1,5	0,0	1,3	1,9	0,7
Deuda externa / ingresos de cuenta corriente (%)	266,6	261,3	239,8	190,6	131,0	112,9	104,0
Indicador de vulnerabilidad externa**	57,6	55,2	42,6	39,5	54,3	35,1	36,0

Fuente: Moody's (*Credit Opinion*, 5 de junio de 2006).

* Proyección.

** Indicador de vulnerabilidad externa: (deuda externa de corto plazo + deuda externa de largo plazo por vencer + depósitos de los no residentes en un año) / reservas internacionales netas

3. LA BANCA COMERCIAL Y LA BANCA DE INVERSIÓN COMO FUENTE DE INFORMACIÓN SOBRE EL RIESGO-PAÍS

La calidad de los estudios de los bancos está estrechamente relacionada con el tamaño del riesgo internacional de estos. Desde luego, un estudio no está compuesto solo de información cuantitativa sino también de una consistente red de contactos en los ámbitos público y privado. Así, después de las crisis mexicana, asiática y argentina varias instituciones bancarias despidieron a su equipo de riesgo-país. Algunos bancos consideran que los mercados emergentes son atractivos en el largo plazo y constituyen un mercado clave para la diversificación del riesgo. Por ejemplo, de acuerdo con los cálculos de Citigroup, el 86% de la población mundial vive en países de mercados emergentes y sus economías representan el 43% del poder adquisitivo mundial. Aun así, los mercados de la mayoría de estos países están lejos de encontrarse saturados; por consiguiente, a pesar de que los mercados de algunos países emergentes hayan sido golpeados con dureza en los últimos años, la mayoría de ellos se está recuperando de las crisis económicas.

La encuesta anual de la revista *Global Finance* respecto de los mejores bancos en los mercados emergentes es una fuente útil para evaluar la calidad de los estudios sobre riesgo-país. Citibank, que resulta en el mejor puesto año tras año, está presente en ochenta países que define como emergentes. A

pesar del revés en Argentina, Citigroup afirma que sus ingresos base en mercados emergentes para el cierre del año 2001 crecieron en 22% respecto del año anterior y se ubicaron cerca de los 3 mil millones de dólares. Según Eilen Fahey, directora-gerente de Instituciones Financieras de Ficht Servicios para Inversionistas, el método localizado del banco se debe hacer extensivo para evaluar la solvencia global y corporativa y ajustar la política crediticia a los estimados resultantes de la información de que se dispone para cada país (Fitch Ratings, 2002). En Argentina, bancos internacionales como Citigroup, SCH, BBVA y FleetBoston controlan cerca del 37% del sector bancario local y son, por lo tanto, una fuente primaria de información sobre el riesgo-país.

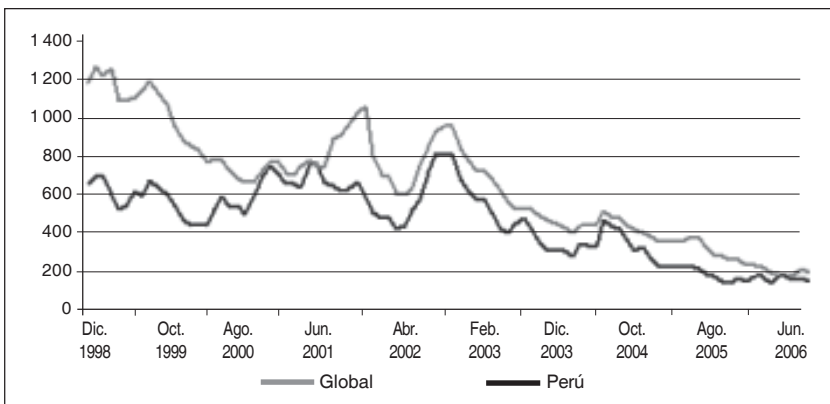
Los bancos más activos en América Latina (BBVA, Citigroup, HSBC, Banco Santander, Société Générale, etc.) constituyen fuentes confiables de información sobre el riesgo-país. Algunos bancos tienen acumulado un respetable número de estudios de mercados emergentes. Estos bancos son Caisse des Dépôts et Consignations (CDC), JP Morgan, ING, ABN Amro, entre otros. El Standard Bank tiene una ventaja comparativa en estudios sobre Sudáfrica (su División Económica publica un *Semanario Económico*). Por su parte, el Equipo de Investigaciones de Mercados Emergentes de Barclays Capital y el grupo holandés Omni Whittington BV (<www.omniwhittington.com>) siguen de cerca la evolución de los bonos Brady y los precios de la deuda en los mercados secundarios.

En el rubro de estudios de la banca de inversión destacan algunos índices monitoreados por distintas entidades financieras:

- Una de las medidas más populares del riesgo-país es el diferencial (*spread*) de los bonos de los mercados emergentes. Este índice se expresa en puntos básicos y representa la diferencia de remuneración entre un bono emitido por el gobierno de un país en desarrollo y los bonos del Tesoro de Estados Unidos. Estos últimos se consideran sin riesgo alguno. Sin embargo, todo muestra que el *spread* no funciona como un indicador creíble de la relación entre rendimiento y riesgo-país sino como un imán de riesgo-país. Como observa el Ministerio de Finanzas de Venezuela: «El índice de riesgo-país, en sí mismo no dice nada, solo adquiere relevancia al compararlo con el valor del índice de otro país o países, o al observar su evolución en el tiempo». (Disponible en <www.mf.gov.ve/archivos/200109/Riesgo%20Pais%20y%20sus%20indicadores.pdf>).

- Se puede observar que el *spread* medio ha bajado mucho durante los años 2005 y 2006 debido a la combinación de dos fenómenos: 1) una notable mejora de los fundamentos macroeconómicos dentro de un entorno político estable en la mayoría de países emergentes y 2) una oferta de liquidez históricamente muy abundante, en relación con los superávits de las balanzas de cuenta corriente en Asia. Este continente, excluyendo a Japón, maneja el 40% de todas las reservas oficiales del mundo y las reservas de China alcanzan un billón de dólares. El resultado de esta situación ha sido una caída de los *spread* desde alrededor de 1 000 puntos (10%), en los años 1994 y 1995, hasta menos de 200 puntos al final de 2006. El *spread* ha bajado hasta llegar, a fines de 2006, a alrededor de 55 puntos en Polonia, 80 puntos en Marruecos y Bulgaria, 95 en Egipto, 110 en México, 150 en el Perú, 180 en Colombia y 220 en Brasil y Venezuela.
- Las nuevas emisiones de bonos de países como Turquía, Polonia, Brasil, México, Ucrania, Indonesia y Filipinas han aumentado la liquidez del mercado y la diversificación de los instrumentos disponibles para los fondos de inversión. El volumen de las transacciones en los mercados secundarios de deuda se ha duplicado en diez años hasta alcanzar cerca de 3 500 billones de dólares. Al mismo tiempo, los flujos de capital global se comienzan a invertir en las bolsas de los países emergentes, después de la caída del año 1998 y la primavera de 2006, especialmente en los países del grupo BRIC (Brasil, Rusia, India y China). Se supone que las acciones en estas bolsas conservan un gran potencial de subida. Por ejemplo, las acciones en Brasil capitalizan en promedio menos de ocho veces los beneficios, comparados con las once veces de los países emergentes y las más de 14 veces de la OCDE. JP Morgan y Merrill Lynch publican un índice de las bolsas emergentes que desempeña un papel de termómetro, pero no dan ninguna indicación sobre el origen de la salud y el dinamismo de estos mercados.
- El Índice Global de Bonos de Mercados Emergentes (EMBI+) de JP Morgan fue elaborado en 1994 y extendido en 1999 para incluir un rango muy extenso de instrumentos de deuda de países emergentes que alcanzan un mínimo de 500 millones de dólares. Se trata de un punto de referencia diario de la deuda de los países emergentes compuesto por un índice que evoluciona de acuerdo con la capitalización de los mercados. Comprende 170 instrumentos de 31 países e incluye un

amplio rango de instrumentos financieros, tales como los bonos Brady, los Eurobonos, los préstamos comerciales y la deuda del mercado interno emitida por entidades soberanas y semisoberanas. El EMBI+ Global representa una capitalización del mercado de unos 250 000 millones de dólares. Según informa el Banco Mundial, para ser considerado «emergente» un país debe tener un ingreso per cápita menor a 9 635 dólares anuales y haber reestructurado su deuda pendiente. América Latina constituye más de la mitad de este índice (disponible en <<http://www2.jpmorgan.com/MarketData/Ind/EMBI/embi.html>>).



Fuente: JP Morgan.

Gráfico 5.1.
Índice Global de Bonos de Mercados Emergentes de JP Morgan

- Morgan Stanley Capital International (MSCI) es un proveedor líder de índices globales y servicios para inversionistas en todo el mundo. Su Índice Estándar representa el 85% de la capitalización flotante del mercado ajustada, e incluye mercados emergentes como México, Turquía, Hong Kong, Sudáfrica y Corea (<<http://www.msci.com/equity/index.html>>).
- Se debe prestar especial atención a las investigaciones en mercados emergentes de la Caisse des Dépôts et Consignations (CDC) por la calidad de sus economistas y sus informes. Con un equipo de cinco mil personas, casi la mitad de las cuales se encuentran fuera de Francia, los 250 economistas y analistas investigadores de CDC Ixis Servicio de Estudios Económicos y Financieros (<www.cdc.fr>) ofrecen a instituciones internacionales e inversionistas una extensa serie de servicios de investigación económica y financiera, incluyendo los siguientes:

- Monitoreo económico de alrededor de cuarenta mercados emergentes, incluso una clasificación basada localmente.
- Pronósticos financieros y de tasas de cambio.
- Análisis específicos para un país, incluyendo su evolución macroeconómica y política.

4. LAS COMPAÑÍAS DE SEGUROS Y GARANTÍA DE CRÉDITOS (COFACE)

Las agencias nacionales de los países miembros de la OCDE producen y publican estudios e información sobre los países con mercados emergentes. En particular, las agencias de crédito a la exportación (ACE) proporcionan a inversionistas y exportadores una combinación de análisis y seguros. La gran mayoría de los países de la OCDE disponen de entidades cuyo papel es fomentar el comercio mediante préstamos a los países importadores. Entre estas figuran Hermes (Alemania), SCECE (España), SACE (Italia), ECGC (Reino Unido), Ducroire (Bélgica), Eximbank of Japan (Japón) y US Eximbank (Estados Unidos).

Coface, con sede en París, es la agencia privada de garantía de riesgo crediticio líder en Francia. Brinda un seguro contra riesgos políticos (para inversiones de hasta 15 millones de dólares), riesgo de devaluación y riesgo de impago. Su calificación del riesgo se apoya en una completa base de datos sobre trece sectores económicos y casi doscientos países, con indicadores económicos y financieros que incluyen una «perspectiva del riesgo» que comprende fortalezas y debilidades relacionadas con la inversión.

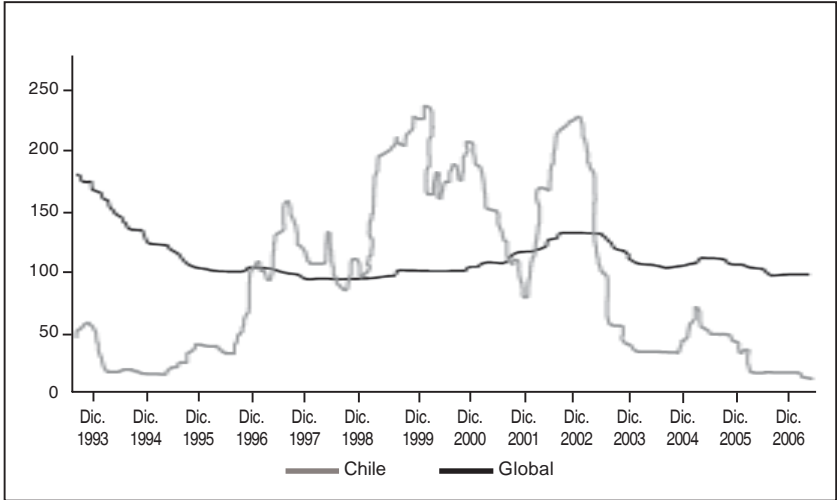
CUADRO 5.6. CHILE: SITUACIÓN MACROECONÓMICA SEGÚN COFACE, 2001-2007

	2001	2002	2003	2004	2005	2006*	2007*
Crecimiento (%)	3,4	2,2	3,3	6,1	6,3	5,5	5,0
Inflación (%)	2,6	2,8	1,1	2,4	3,8	3,5	3,4
Déficit público / PBI (%)	-0,6	-1,2	-0,4	2,2	4,8	3,3	1,8
Exportaciones							
(mill. de dólares)	18,3	18,2	21,5	32,0	39,5	40,5	38,8
Importaciones (mill. de dólares)	16,4	15,8	18,0	23,0	30,3	32,2	33,6
Balanza comercial (mill. de dólares)	1,8	2,4	3,5	9,0	9,2	8,3	5,2
Cuenta corriente							
(mill. de dólares)	-1,1	-0,6	-1,1	1,4	-0,5	-1,4	-2,8
Cuenta corriente / PBI (%)	-1,6	-0,9	-1,5	1,5	-0,4	-1,1	-2,0
Deuda / PBI (%)	56,2	60,7	59,3	46,5	38,7	34,5	34,9
Servicio de la deuda (%)	17,7	17,0	17,0	8,6	14,2	13,1	11,4
Reservas en meses de importaciones	6,8	7,4	6,5	4,9	4,1	4,0	4,1

Fuente: Coface (agosto de 2006).

* Proyección.

El análisis del riesgo-país de Coface también brinda una evaluación retrospectiva de los atrasos de pagos del sector privado, lo que permite una comparación a través del tiempo de trece años y entre países. Cada país se compara con el promedio mundial de atrasos.



Fuente: Coface (noviembre de 2006).

Gráfico 5.2.
Chile: índice de atrasos de pagos, 1993-2006 (1995 = 100)

Coface

(Compagnie Française d'Assurance pour le Commerce Extérieur)

El Grupo Coface (Compañía Francesa de Seguros para el Comercio Exterior) facilita y proporciona seguros para el comercio y la inversión en todo el mundo. Este grupo ofrece a más de 85 000 compañías —grandes o pequeñas, cualquiera que sea su giro y su ubicación— un rango de soluciones que incluye calificaciones, protección, seguros y servicios, e información sobre el riesgo-país y su análisis.

Su análisis del riesgo-país se expresa en una plantilla de calificación o *ranking* que, sin embargo, está basada en análisis cualitativos orientados a integrar las especificidades sociopolíticas y económicas de cada país. Coface toma en cuenta y evalúa varios tipos de riesgo alrededor de seis módulos analíticos diferentes: riesgo político, liquidez y riesgo de no transferencia, riesgo soberano, riesgo de crisis de mercado, crisis bancaria sistémica y riesgo de decrecimiento macroeconómico.

A fines de 2006, Coface clasifica a los países de la OCDE y a los países emergentes en siete categorías de riesgo:

A1 = Hong Kong

A2 = Chile

A3 = China, México

A4 = Túnez, Panamá

B = Brasil, Colombia, Perú, Uruguay

C = Argentina, Ecuador, Paraguay, Venezuela

D = Bolivia, Cuba

<www.coface.org>

<http://www.cofacerating.fr/portail/chaineeco_internationalnotationpays.asp?metier=ALL&geo=ALL>

5. LAS ENTIDADES ACADÉMICAS Y LOS CENTROS DE INVESTIGACIÓN

Existe un gran número de centros de estudios e investigación privados que dedican esfuerzos al estudio de los temas del riesgo-país. Algunos van más allá del trabajo académico y ofrecen una evaluación de las políticas de gobierno y asesoría respecto de políticas y propuestas de reforma.

El IMD (Institute of Management Development) de Lausana proporciona cada año una clasificación de los países en términos de su competitividad, tal como

el Foro de Davos. El IMD utiliza 312 criterios para comparar 61 países de acuerdo con su competitividad en la economía global. La competitividad no es solo un asunto de precios relativos o costos laborales sino de marco reglamentario, políticas fiscales y entorno legal, entre otros aspectos. Las variables que utiliza están organizadas en cuatro factores de competitividad:

- Dinamismo económico
- Eficiencia del gobierno
- Eficiencia del entorno de negocios
- Infraestructura

El Global Finance Center de Ceram—Sophia Antipolis (<www.globalfinance.org>) fue creado en 1999 y es un centro de investigación orientado al riesgo-país en los mercados emergentes. Este centro de estudios ha desarrollado una amplia base de datos que es actualizada de manera regular. Brinda también documentos de investigación e informes sobre los países emergentes.

La Heritage Foundation (<www.heritage.org/whoweare>), fundada en 1973, es un instituto de investigación y educación cuya misión es formular y promover políticas públicas conservadoras basadas en los principios de la libre empresa. Su postura ideológica es firme y clara: promover políticas económicas con orientación al mercado en y más allá de los Estados Unidos. Esta orientación significa que la Fundación Heritage prepara análisis y artículos académicos sobre políticas (*policy papers*) que promueven la privatización, las políticas de mercado, el papel del sector privado y el desarrollo sostenible. Postula que los tres elementos clave del desarrollo son una presencia limitada del gobierno, la apertura económica y la libertad individual. En particular, su Centro para el Comercio y la Economía Internacionales (CITE) proporciona estudios acerca del papel que cumplen las políticas económicas para propiciar el crecimiento de los países en todo el mundo. El CITE emite anualmente el Índice de Libertad Económica que clasifica a 161 países en relación con su grado de liberalización económica. Este concepto se mide mediante cincuenta variables organizadas en diez factores económicos (<<http://www.heritage.org/research/features/index/>>).

CUADRO 5.7. HERITAGE FOUNDATION:
ÍNDICE DE LIBERTAD ECONÓMICA 2006

ÍNDICE	PAÍS
14	Chile
60	México
63	Perú
81	Brasil
91	Colombia
107	Argentina
108	Ecuador
109	Paraguay
111	China
152	Venezuela
147	Haití
150	Cuba

Fuente: Heritage Foundation.

Transparency International, una ONG con sede en Berlín, clasifica a 163 países respecto de su percepción de la corrupción, un componente clave de la calidad de la gobernabilidad.

CUADRO 5.8. TRANSPARENCY INTERNATIONAL:
ÍNDICE DE CORRUPCIÓN 2006

ÍNDICE	PAÍS
1	Finlandia
1	Islandia
1	Nueva Zelanda
4	Dinamarca
5	Singapur
20	Chile
20	Estados Unidos
55	Costa Rica
61	Jamaica
66	Cuba
66	Granada
70	Brasil
70	China
70	México
70	Perú

Fuente: Transparency International
(http://www.transparency.org/policy_research/surveys_indices/cpi/2006)

El Cato Institute (<www.cato.org>) publica regularmente informes que evalúan las políticas de los gobiernos y ofrecen propuestas de reforma. Aunque el Cato Institute no pretende proporcionar acceso a información financiera y macroeconómica, sus reportes sobre políticas (*policy papers*) en países de mercados emergentes se basan en una amplia gama de fuentes de información que hacen que sus análisis sean altamente apreciados por los analistas del riesgo.

El Institute of International Economics (IIE <<http://www.iie.com>>) fue creado en Washington en 1981. Brinda informes y organiza conferencias sobre asuntos económicos y financieros en relación con la globalización y el sistema financiero internacional. En 2001, el instituto estableció el Center for Global Development que se dedica a investigar problemas que tienen relación con la pobreza en los países en vías de desarrollo.

En conclusión, la información sobre riesgo-país no solo se encuentra disponible en fuentes externas de información, sino también al interior de los países. Sin embargo, aunque los analistas tienden a confiar más en el agente de crédito que en el deudor para evaluar el cumplimiento de los compromisos financieros respecto del análisis macroeconómico y el análisis de la situación política e institucional, las fuentes locales de información tienen una clara ventaja comparativa. Este tipo de fuentes de información incluyen las sucursales locales de bancos y compañías extranjeras y también ciertas compañías locales competentes cuyo trabajo es proporcionar a los inversionistas informes actualizados y detallados que evalúan tanto los riesgos como las oportunidades.

Con frecuencia, ex funcionarios del gobierno forman o se unen a centros de estudios locales. Su contribución más interesante reside en el análisis del riesgo sociopolítico desde un ventajoso punto de vista local, incluyendo condiciones laborales, marco regulatorio, marco legal, estabilidad política, tensiones sociales, alianzas políticas e influencia de los sindicatos, entre otros aspectos. También tienen una importante ventaja comparativa respecto del análisis sectorial, que incluye los sectores bancario y corporativo.

6. EVALUACIÓN DEL RIESGO-PAÍS EN RELACIÓN CON LA INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA

Para evaluar el riesgo financiero de los préstamos transfronterizos es posible utilizar un gran número de indicadores financieros interrelacionados que son útiles para predecir devaluaciones monetarias, bloqueos de depósitos, pagos atrasados, reprogramaciones de deuda e incumplimientos. Estos riesgos pueden ser cuantificados según el riesgo de crisis de liquidez o crisis de solvencia. La primera se traduce en atrasos en los pagos y su superación puede requerir de una combinación de dinero fresco (refinanciación) y tiempo (aplazamiento de vencimientos financieros). El segundo tipo de crisis es mucho más severa y demanda un tratamiento de reestructuración no solo financiera sino también macroeconómica con un programa de ajuste y estabilización.

No obstante, los diversos riesgos relacionados con la inversión directa transfronteriza son más amplios y más complejos, pues el retorno sobre la inversión no se basa solo en la capacidad del país de generar moneda extranjera para cumplir con sus obligaciones. La balanza de pagos, las reservas y los ratios de servicio de deuda ya no son las variables clave detrás de la liquidez y la solvencia del mercado. Otros parámetros aparecen en escena e incluyen los niveles macro y micro de la situación económica y social completa del país anfitrión, que se convierte en un prerrequisito para que una compañía multinacional tome una decisión acerca de su estrategia de inversión de largo plazo. Como concluye David Raddock (2001), un buen planeamiento estratégico debe abarcar todas las posibilidades como la expropiación o la imposición de barreras legales que mutilen la capacidad de acción de la empresa y puedan llevar a expropiaciones, congelamiento de activos externos, fracaso del gobierno, inseguridad política, restricciones para la repatriación de ganancias, confusión social, caos, huelgas, terrorismo o una revolución.

El alto grado de riesgo en la inversión extranjera requiere un análisis integral que comprenda el análisis de la vulnerabilidad de la firma involucrada en un marco cambiante o dinámico. La compañía francesa TAC (Thierry Apoteker Consulting) ha desarrollado una innovadora herramienta para analizar los riesgos y las oportunidades de inversión. Su marco analítico se basa en el concepto de «umbral» o punto de quiebre en el que cierto número de desequilibrios convergen para preparar el camino de una crisis inminente. TAC y la Comisión Europea han desarrollado también un método de evaluación del riesgo que

puede ser utilizado para la comparación internacional con el propósito de atraer a la inversión extranjera directa y, dentro de un país determinado, identificar las fortalezas y las debilidades de las políticas o los factores económicos que son de interés para las estrategias de las compañías internacionales. Esta herramienta es el llamado marco analítico Factom y ha sido usada en un número limitado de países asiáticos.

La IFC (Internacional Finance Corporation) desempeña un papel importante en la información utilizada por los inversionistas de los países emergentes mediante su *Libro de Datos sobre Mercados de Valores Emergentes (Emerging Stock Market Factbook* —<www.ifc.org>) y su Base de Datos de Mercados Emergentes (Emerging Markets Database —EMDB) que combina los esfuerzos de la IFC y S & P. Esta base de datos es una fuente líder acerca de información e índices sobre los mercados de valores en los países en desarrollo. Fue lanzada por la IFC en 1981 para recopilar información sobre mercados emergentes para su uso interno; con el tiempo aumentó la demanda de la comunidad financiera por lo que en 1987 comenzó a ofrecer sus índices y la información que los acompaña como producto comercial. En enero de 2000, Standard & Poor's compró esta base de datos, que se ocupa de 54 mercados y más de 2 200 valores, a la IFC. Para elaborarla se recoge una muestra de valores en cada mercado cubierto por la EMDB y se calculan los índices que sirven de puntos de referencia consistentes más allá de las fronteras nacionales. Estos índices cubren más del 75% de la capitalización en los países emergentes (<<http://www.spglobal.com/indexmainemdb.html>>).

Factom

Un instrumento para evaluar el atractivo de la IED en los países en desarrollo

La competencia entre los países por atraer a la inversión extranjera directa (IED) se ha incrementado en forma significativa y los patrones del comercio internacional tienden a ser mucho más fluidos que antes. Un número cada vez mayor de países de mercados emergentes depende de la IED como medio para ponerse al día en términos de tecnología y *know how* gerencial como herramienta para acelerar la acumulación de capital y propiciar el crecimiento interno y fuente de financiamiento externo. La Comisión Europea ha proporcionado fondos para un proyecto de investigación que se orienta a construir

un instrumento cuantitativo que pueda ser usado a la vez en la comparación internacional para atraer IED y dentro del país para identificar fortalezas y debilidades frente a la IED. El modelo Factom incorpora un diseño conceptual amplio para definir los factores más importantes que estimulan la IED. Este modelo ya ha sido empleado en un número limitado de países asiáticos.

Su diseño conceptual asume que una compañía internacional que está considerando invertir en un país en desarrollo se enfocará en tres grandes conjuntos de variables: el *marco político* (incluye estabilidad política y económica, aspectos como reglas referentes al ingreso al mercado y a las operaciones, política de privatización, política tributaria y legislación propicia); un ambiente que *promueva los negocios* (incluyendo servicios de promoción, existencia o no de sobrecostos, corrupción y cadenas productivas —*clusters*); y tres *determinantes económicos*: búsqueda de un *mercado interno*, de *recursos* o activos y de la eficiencia o la *orientación a la exportación*.

El resultado total de la medición integral del atractivo de un país para la inversión extranjera directa (AIED) puede dividirse en *variables generales* que se desagregan en *variables económicas relevantes* y estas se desagregan, a su vez, en *indicadores elementales*. El índice evalúa la homogeneidad total de las variables en términos de rango (de 0 a 100) y dirección (0 es siempre la medida más negativa y 100 la más positiva). La medición total incluye 84 indicadores, agrupados en 25 variables y 5 variables generales. La calibración estadística de los pesos de cada indicador ha sido hecha usando un instrumento estadístico denominado Algoritmo Genético, el cual está diseñado para probar miles de millones de posibles combinaciones de variables, bajo límites «definidos por expertos» para los pesos totales de las variables generales.

RESUMEN

Cada crisis surge de un déficit de información que lleva a una creciente incertidumbre. El riesgo-país trata de la incertidumbre que rodea a una inversión. Para calcular la incertidumbre del riesgo-país disponemos de fuentes oficiales y fuentes privadas. Un análisis del riesgo-país es tan bueno como la información en que se basa.

La información ha cobrado mayor importancia en un contexto como el actual en el que los países compiten entre sí para ganar acceso a los mercados a través de flujos de información de calidad. Por otro lado, la globalización de la información puede generar una creciente volatilidad en los flujos de capital y en la propagación de una crisis. Para anticipar y evaluar el riesgo se necesita buena información.

Las fuentes privadas de información se pueden dividir en cinco categorías: organismos privados de análisis del riesgo; agencias clasificadoras; banca comercial y banca de inversión; compañías de seguros y de garantías de crédito; e instituciones académicas y centros de investigación.

Los organismos privados más conocidos son: el World Economic Forum, Euromoney, Institutional Investor, PRS Group, la Unidad de Inteligencia Económica de Frost & Sullivan, el centro Political and Economic Risk Consultancy (PERC), Lehman Brothers y el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF), entre otros. La labor de estas instituciones es presentar índices diversos ligados al riesgo-país y a sus componentes, así como informes de actualidad política, de gobernabilidad, etc.

Las agencias clasificadoras desarrollan, a través de métodos cuantitativos y cualitativos, índices sobre diversos países con el fin de clasificar su riesgo soberano y establecer si están dentro del Grado de Inversión (con condiciones adecuadas para recibir inversiones) o del Grado de Especulación (con una alta probabilidad de no pago de sus obligaciones). Las clasificadoras más conocidas son Standard & Poor's (S & P), Moody's y Fitch.

Los mayores bancos comerciales de la región también publican información relativa al riesgo-país y son una fuente muy confiable. En América Latina, bancos como el BBVA, Citigroup, HSBC o Santander tienen importantes investigaciones sobre este tema. La banca de inversión también elabora informes y algunos de sus índices, como el caso del EMBI+ de JP Morgan, son muy conocidos y utilizados.

Otra fuente privada de datos sobre el riesgo-país va de la mano de las compañías de seguros y garantía de créditos como Coface. Estas brindan calificaciones de riesgo que incluyen perspectivas sobre las fortalezas y las debilidades relacionadas con la inversión.

La última fuente esencial de información son las instituciones académicas y los centros de investigación que analizan el riesgo-país desde diversos ángulos y presentan métodos para analizarlo y calcularlo.

Un enfoque distinto es el de la compañía francesa TAC con una herramienta llamada Factom, la cual es un modelo que incorpora un diseño conceptual amplio para definir los factores más importantes que estimulan la inversión extranjera directa.

Palabras clave

Fuentes de información privada, Instituto de Finanzas Internacionales (IIF), World Economic Forum (Foro de Davos), Euromoney, Institutional Investor, Political Risk Service Group (PRS Group), Unidad de Inteligencia Económica de *The Economist*, Frost & Sullivan, Political and Economic Risk Consultancy (PERC), Índice de Estabilidad Política y Económica de Lehman Brothers – Grupo Eurasia, Grado de Inversión, Grado de Especulación, Standard & Poor's, Moody's, Fitch Ratings, Coface, Institute of Management Development (IMD), Global Finance Chair (Ceram – Sophia Antipolis), Heritage Foundation, Cato Institute, Institute of International Economics (IIE), Modelo Factom (TAC)

Anexo 1

Principales portales en Internet con información útil para el análisis del riesgo-país

1. COMUNIDAD ACADÉMICA

- The Harvard Institute for International Development (Boston): <http://www.hiid.harvard.edu/>
- Universidad de Nueva York (NYU): <http://www.nyu.edu.sg/library/statdata.html>
- Ceram — Global Finance (Jefatura para Finanzas Globales): www.globalfinance.org
- Rabid Tiger Project Jeff Deutsch's (riesgo político e investigaciones relacionadas): <http://www.angelfire.com/biz/rabidtigers/>
- Dr. Nouriel Roubini (NYU): www.stern.nyu.edu/globalmacro/
- Dr. Harvey Campbell (Duke University): http://www.duke.edu/~charvey/Country_risk/couindex.htm

2. INSTITUCIONES FINANCIERAS INTERNACIONALES (IFI)

- Fondo Monetario Internacional (FMI): www.imf.org
- Banco Mundial (BM): www.worldbank.org
- Reporte del Mercado de Valores Emergente de IFC: www.ifc.org
- Portales de los bancos centrales: <http://www.zagury.com/cbanks.htm>
- Banco de Pagos Internacionales (BPI -BIS): www.bis.org
- Banco de Desarrollo Interamericano (BID): <http://www.iadb.org/>
- Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD): www.undp.org
- Unctad: www.unctad.org

3. *THINK TANKS* PÚBLICOS Y PRIVADOS E INSTITUCIONES ESPECIALIZADAS

- Libro de Estadísticas de la CIA (The Worl Fact Book): www.cia.gov
- Portal de noticias de Political and Economic Risk Consultancy Ltd (PERC): <http://www.asiarisk.com/>
- Frost & Sullivan: <http://www.frost.com/prod/servlet/frost-home.pag>
- Cato Institute: www.cato.org
- Instituto de Economía Internacional (IIE —Washington, D. C.): <http://www.iie.com/>
- Instituto de Finanzas Internacionales Inc (IIF —Washington, D. C.): www.iif.org

- The Economist Intelligence Unit (Londres): www.eiu.com
- Foro Económico Mundial de Davos: www.weforum.org
- Coface: <http://www.coface.org> y http://www.cofacerating.fr/portail/chaineeco_international/notationpays.asp?metier=ALL&geo=ALL
- BradyNet Info: www.brady.net
- Servicios de Riesgo-país de Global Risk Assessment Inc: www.grai.com
- Transparency International (corrupción y gobernabilidad): www.transparency.org/cpi
- Freedom House: www.freedomhouse.org
- Price, Waterhouse & Coopers: www.opacityindex.com
- World Competitiveness Yearbook del IMD: <http://www02.imd.ch/wcy>
- Heritage Foundation: www.heritage.org/whoweare
- BERI (Índice de Riesgo del Entorno Comercial): www.beri.com
- Instituto Harvard para el Desarrollo Internacional (Boston): www.hiid.harvard.edu
- Data de Capital International de Morgan Stanley: www.morganstanley.com/
- Coface: <http://coface.org>
- International Financial Review (Londres) (precios y emisiones de bonos en mercados secundarios): www.sciencedirect.com/science/bookseries/15693767
- Euromoney Magazine (índices de riesgo-país): www.euromoney.com
- Institutional Investor Magazine: www.iimagazine.com
- Oxford Analytica Inc (análisis diario y servicios sobre riesgo-país en línea): www.oxan.com
- Índice de estabilidad del Grupo Lehman Brothers – Eurasia: www.legsi.com
- Anuario de Competitividad Mundial del IMD: <http://www02.imd.ch/wcy>
- Dr. Harvey Campbell (Duke University): www.duke.edu/~charvey

Caso 6

Perú y la calificación de Fitch: ¿a un paso del Grado de Inversión?

El 31 de agosto de 2006, la empresa clasificadora de riesgo Fitch puso al Perú a un paso de obtener el Grado de Inversión al subir su calificación soberana de BB a BB+ (*cuadro 5.8.*). Además, indicó que en un plazo de dos a tres años el país podría obtener la esperada calificación por estar ubicado en una situación «estable». Esta opinión no es compartida por algunos funcionarios públicos peruanos que han indicado que el Grado de Inversión lo podrían alcanzar al final de 2011.

A fines de diciembre de 2005, Fitch había descartado modificar la calificación crediticia de Perú (en ese momento, BB) ante el «ruido» electoral del país por las elecciones de 2006. La última recalificación que tuvo el Perú de parte de Fitch (al pasar de BB– a BB) había ocurrido a mediados de noviembre de 2004. En esa época, la empresa indicaba, además, que una modificación en la calificación de riesgo sucede si se observan impactos importantes en la economía y, por lo tanto, no toma en cuenta ni las encuestas ni los resultados electorales finales como motivo para cambiar la calificación de un país pues las promesas de campaña pueden incumplirse.

Dos meses después, en febrero, se presentaron estadísticas respecto del desenvolvimiento de la economía peruana durante el año 2005 y Fitch señaló que el crecimiento del Perú favorecía una recalificación. Theresa Paiz, directora de Fitch, señaló además que al tener Perú ahora una perspectiva «positiva» en su calificación existía una probabilidad de 50% de que esta mejorara en un plazo de dos años y medio. Mientras tanto, la etapa electoral continuaba su rumbo (las elecciones fueron a mediados de abril).

Ollanta Humala, candidato de tendencia nacionalista, crecía en las encuestas y Fitch anunciaba, poco antes de las elecciones, que los resultados electorales podrían afectar el clima de inversión en el Perú, mostrando así la incertidumbre que una posible victoria de Humala representaba para las inversiones. Por otro lado, la ratificación del Tratado de Libre Comercio (TLC) que el país quería firmar con Estados Unidos no se veía tan posible ante un escenario con Humala de ganador, lo que afectaría negativamente las posibilidades de

diversificación de las exportaciones que el Perú necesitaba para tener un crecimiento sostenido y ser menos vulnerable ante una caída del precio de los metales. Fitch afirmó que esperaba ver qué pasaba con el nuevo gobierno y si continuaría las tendencias económicas del gobierno saliente. Paiz señalaba, además, que el peor escenario para las inversiones en el Perú sería que Ollanta Humala y el ex presidente Alan García pasaran a la segunda vuelta. Entonces, el peor escenario posible ocurrió.

Sin embargo, Alan García volvió al poder después de 16 años, luego de conseguir el apoyo de los empresarios y los sectores más poderosos del país que veían con disgusto el discurso nacionalista de Humala ligado a la tendencia política de Hugo Chávez. Antes de tomar el mando, el nuevo presidente avaló la ratificación del TLC en el Congreso, anunció la formación de un gabinete con importante participación de independientes, la aplicación de un programa de austeridad y dio visos de continuidad en el plano económico.

Ante estas buenas señales, a inicios de agosto (pocos días después de que García juramentara su segundo mandato), Fitch dio una noticia alentadora para el país al anunciar que la calificación de BB podría pasar a BB+ en un plazo de poco más de un año, a más tardar a fines de 2007.

Fitch señalaba que en esta posible recalificación tendría un papel importante la firma del TLC por parte del Congreso estadounidense. Tres semanas después, sin TLC firmado ni resultados económicos confiables, y a menos de un mes de juramentar el nuevo gobierno, Fitch dio la noticia de la recalificación del Perú a BB+. Ni Standard & Poor's ni Moody's han mostrado señales de cambiar la calificación peruana¹³. ¿Qué fue lo que ocurrió?

La calificación de Fitch

La empresa Fitch se crea en 1913 con el objetivo de calificar títulos de deuda en Estados Unidos. Hasta el año 1997 tuvo un desempeño importante pero es recién en ese año que Fitch se convierte en uno de los líderes en su sector debido a la fusión con la clasificadora europea IBCA. Continuando su política de

13. Moody's Investors Service clasifica al Perú en moneda extranjera en Ba3 con outlook estable (a tres peldaños de distancia del Grado de Inversión), y Standard & Poor's lo clasifica en BB con outlook positivo (a dos peldaños del Grado de Inversión).

crecimiento, en abril de 2000, absorbe a Duff & Phelps y, en octubre del mismo año, a Bankwatch, el líder mundial de calificación de instituciones bancarias.

En la actualidad, Fitch tiene presencia en 90 países, 50 oficinas y más de 1934 empleados dedicados a la calificación financiera alrededor del mundo de instituciones financieras, bancos, fondos de inversión y pensiones, corporaciones industriales, comerciales y de servicios, compañías de seguros y fianzas, financiamientos estructurados con respaldo de activos, gobiernos soberanos e instituciones públicas. Califica a más de 2900 bancos, 2500 compañías de seguros, 1400 corporaciones industriales, 81244 entidades públicas (subnacionales), 6500 emisiones estructuradas en el mercado de Estados Unidos, 1400 en el mercado europeo, etc.

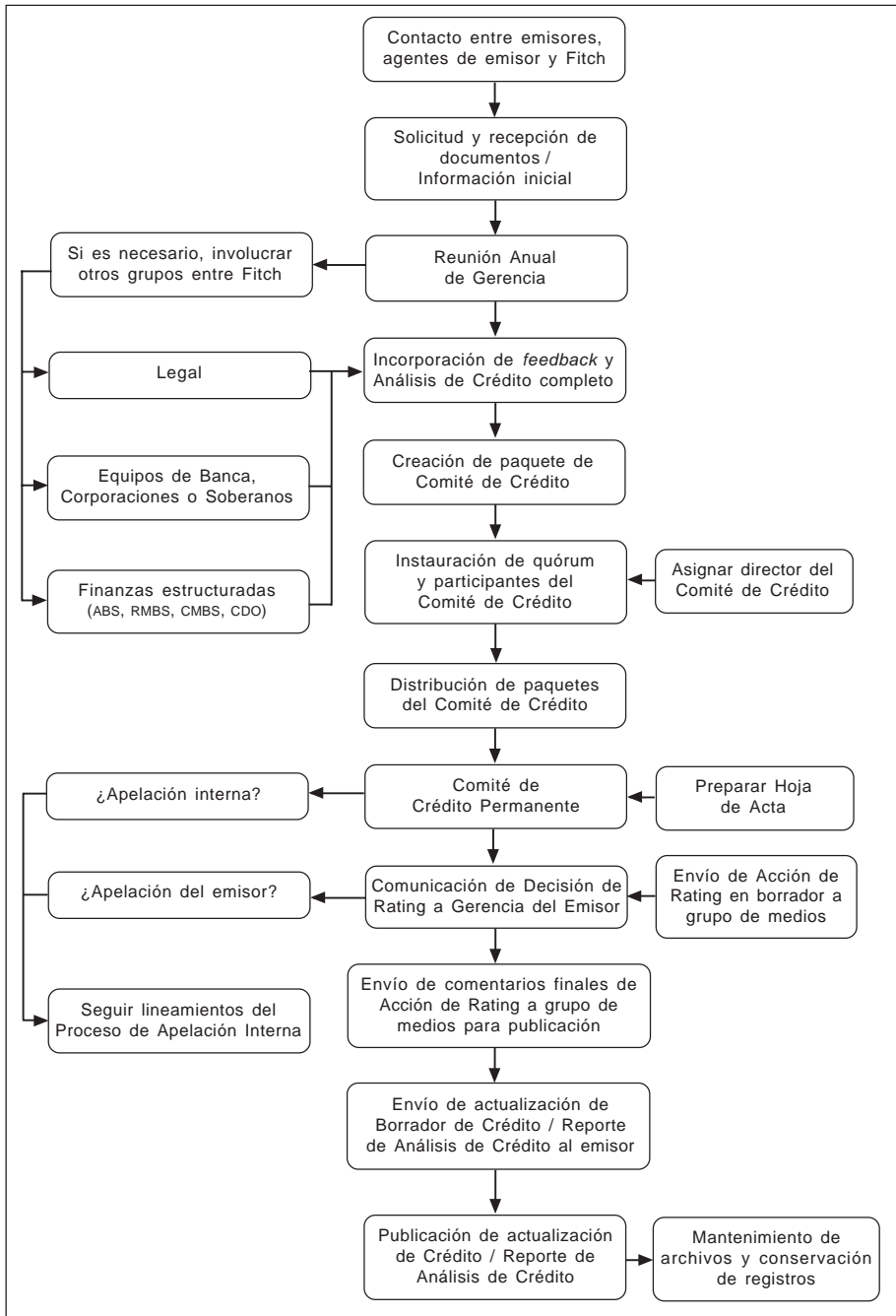
CUADRO 5.9. NIVELES DE CLASIFICACIÓN DE FITCH

AAA	Más alta calidad crediticia	Sin expectativa de riesgo crediticio
AA	Calidad crediticia muy alta	Muy baja expectativa de riesgo crediticio
A	Calidad crediticia alta	Baja expectativa de riesgo crediticio
BBB	Calidad crediticia buena	Baja expectativa de riesgo crediticio pero puede cambiar
BB	Nivel especulativo	Posible desarrollo de riesgo crediticio
B	Nivel altamente especulativo	Significativo riesgo crediticio
CCC	Riesgo de impago	Impago probable
CC	Alto riesgo de impago	Impago muy probable
C	Más alto riesgo de impago	Impago casi seguro
D	Impago	Impago

Fuente: Fitch Ratings.

El proceso de calificación de Fitch

La empresa Fitch tiene un proceso de calificación cuya última revisión se realizó en julio de 2006. Además, posee un Método de Clasificación del Riesgo Soberano donde muestra la información necesaria para la evaluación del país. En una evaluación de este tipo se considera tanto información de años anteriores como del actual (*gráfico 5.3.*).



Fuente: Fitch Ratings (<www.fitchratings.com>).

Gráfico5.3.
Proceso de calificación de Fitch

Al inicio del proceso, cada entidad a ser clasificada es asignada a un analista primario. El análisis de Fitch y sus decisiones se basan en información recibida de diversas fuentes: información pública relevante disponible del emisor, estadísticas operacionales y financieras de la compañía, reportes archivados en agencias de regulación y reportes económicos y de la industria, e información reunida por los analistas a lo largo de su interacción con otras entidades en el sector de su especialidad. Si Fitch no tiene suficiente información para asignar o mantener una clasificación, entonces no otorga ninguna.

Las clasificaciones de Fitch son monitoreadas continuamente. La clasificación de *ratings* soberanos depende más del arte de la política económica que de la ciencia econométrica. Esta evaluación depende del juicio cuidadoso de analistas experimentados acerca de la probable permanencia de los valores de los políticos y los cálculos de las perspectivas de un potencial país exportador.

Fitch analiza el riesgo mediante la elaboración de un cálculo de la política del país en estudio, tomando en cuenta la tendencia de los ahorros nacionales y las inversiones, y realiza un análisis de los sectores comerciales del país y el riesgo político (en este apartado son importantes los lazos internacionales del país).

Finalmente, la empresa asigna una calificación de corto plazo y una de largo plazo. Procede entonces a hacer un reporte en el que se compara al país con otros que están a la par de él. Entre los criterios para la clasificación soberana se encuentran: factores demográficos y educacionales, situación del mercado laboral, estructura de las exportaciones y el comercio, dinamismo del sector privado, balance de la oferta y la demanda, balanza de pagos, perspectivas del crecimiento de mediano plazo, políticas macroeconómicas, políticas de comercio e inversión extranjera, situación de la banca y las finanzas, activos externos, pasivos externos, el Estado y las políticas, y la posición internacional o en el exterior.

Una clasificación nueva toma entre tres y ocho semanas, dependiendo de la complejidad del país y la demanda de tiempo del analista. En el caso de la última clasificación de Perú no se puede especificar el tiempo que se tomó para realizarla pero es mucho menor al señalado. Es importante indicar que, a diferencia de otras clasificadoras, los clientes (países, empresas o entidades

clasificadas) pueden pedir la recalificación y, en este caso, son ellos quienes financian el proceso.

- A menos de un mes de iniciado el gobierno, y sin cifras oficiales que respalden cualquier avance o intento de mejoras políticas, ¿debía Fitch recalificar al Perú en agosto o hubiera sido una mejor señal hacer el cambio después de unos meses, como era su intención a fines de 2005?¹⁴

14. Cuando este libro se encontraba en etapa de edición, la clasificadora Standard & Poor's incrementó la calificación crediticia de Perú a BB+, dejando al país también a un paso de obtener el Grado de Inversión; lo que ocurrirá, según calculan en el año 2008.