



EL RIESGO PAÍS

¿QUE ES?, ¿CÓMO SE ASIGNA?, Y ¿CÓMO SE INTERPRETA?

Por:

Arturo Morales Castro, Licenciado en Economía y Maestro en Finanzas por la UNAM, de igual forma ha realizado estudios en la Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles (AMIB), la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) y el Mercado de Derivados (MexDer), autor del libro “Economía y Toma de Decisiones Financieras de Inversión”

INTRODUCCIÓN

La recesión económica que lleva ya 4 años continuos aunadas a una histeria generalizada respecto a la posible incapacidad de los gobiernos para cumplir con sus obligaciones financieras, hizo que la tasa de riesgo país se transformará en un indicador observado, cuando antes era considerado un elemento de análisis sólo utilizado por expertos.

El indicador “riesgo país” se ha convertido en los últimos tiempos en el termómetro de la crisis: si se altera la situación política o se cambian las condiciones económicas, el indicador se incrementa y viceversa. En tanto, el ciudadano común sólo sabe que si se incrementa, es malo, y que si disminuye, es bueno.

En medio de la crisis que mantiene nerviosos a los mercados financieros, el enigmático término “riesgo país” ocupa cada vez más espacio en los análisis de los operadores financieros, y también de los políticos que están empezando a entender -bajo presión-, sus alcances.

El riesgo país es el tema del momento, pero para quienes no está en el ámbito financiero o económico, el siempre mencionado riesgo país parece no ser algo tan sencillo, pero lo es. Por ello, en este artículo se trata de ¿Qué es?, ¿Cómo se asigna?, y ¿Cómo se interpreta? el riesgo país ya que es algo que directa o indirectamente nos influye a todos los ciudadanos y, otras veces nosotros, con nuestro comportamiento como inversionistas, contribuimos a que se incremente o disminuya.

En este artículo, también considera una lista de los **Conceptos Básicos más utilizados en el tópico de riesgo país.**



CALIFICACIÓN

Una calificación¹, es la expresión de una opinión acerca de la probabilidad y riesgo relativo, de la capacidad e intención de un país² de cumplir con sus obligaciones en un plazo acordado.

Tal opinión se basa en el análisis, dentro de un esquema consistente tanto de elementos **cuantitativos** como **cualitativos**. Dicho análisis comprende el estudio de razones y proyecciones financieras así como el entorno económico del país, su posición competitiva, desarrollo de productos, administración y estrategias.

Una calificación desempeña la función de evaluar el grado de riesgo de un país³, elemento fundamental dentro del proceso de toma de decisiones respecto de cualquier inversión.

PROCESO DE LA CALIFICACIÓN.

Se califica la economía de un país sólo en el caso de disponer de la información adecuada para la formación de una opinión verosímil y tras haber llevado a cabo, si procede, extensos análisis cuantitativos, cualitativos y legales.

La metodología analítica se divide en áreas para asegurarse que se toman en cuenta todas las cuestiones relevantes tanto cualitativas como cuantitativas. Por ejemplo, en el caso de un país, las áreas cualitativas se orientan hacia el análisis del país, la competitividad del mismo dentro del área geográfica que pertenece, así como la capacidad de su administración; lo cuantitativo hace referencia al análisis financiero.

Es importante considerar que el proceso de calificación no se limita al examen de diversas razones financieras. Por ejemplo, la evaluación de la calidad crediticia, contempla una metodología más amplia que supone una revisión minuciosa de los fundamentos del país, tanto públicos como privados, incluyendo perspectivas de crecimiento y su vulnerabilidad ante los cambios tecnológicos, problemas sociales o impactos por reglamentaciones u ordenamientos legales. En el sector público⁴, lo anterior incluye una evaluación de la solidez económica subyacente del estado o territorio, así como la efectividad gubernamental.

Las calificadoras organizan un equipo de analistas con la experiencia adecuada, designando un responsable de la dirección del proceso de la calificación. Los analistas revisan toda la información pertinente.

A continuación, se reúnen con los principales dirigentes tanto del sector público como privado, con el fin de revisar al detalle los planes financieros y operativos clave del país, así como las políticas establecidas al respecto y los factores que pudieran repercutir en la calificación. Dicha reunión ayuda a los analistas a desarrollar la evaluación cualitativa, tan importante para la decisión sobre la calificación.

Una vez terminado el análisis financiero y la evaluación, se prepara un resumen con los datos sobresalientes del estudio que el funcionario responsable presenta al comité calificador para su discusión y decisión respecto a la calificación que deba asignarse al país que se trate. Una vez que el comité calificador ha tomado una decisión, se informa la calificación correspondiente y se explican los motivos de la misma. Un país puede apelar la



decisión del comité presentando información adicional, antes de asignar una calificación definitiva. Sin embargo, esto no asegura que esta nueva información modifique la decisión de dicho comité.

Al quedar asignada una calificación definitiva, ésta se hará pública empleando los medios de comunicación establecidos (prensa escrita, radio, televisión, Internet).

SEGUIMIENTO Y REVISIÓN.

El país deberá mantener periódicamente informado a las calificadoras de su situación financiera así como de cualquier evento o cambio en sus circunstancias de operación y entorno en que se desenvuelve. También es práctica común el llevar acabo reuniones de revisión, las que permiten a los analistas mantenerse al corriente, sobre cómo los dirigentes perciben los acontecimientos, así como, tratar las áreas potenciales de problemas y tener información sobre los cambios en la planeación de la nación.

MODIFICACIONES DE LAS CALIFICACIONES.

Como resultado del proceso de seguimiento, en ocasiones queda de manifiesto que las condiciones cambiantes del entorno económico, requieren de la reconsideración de una calificación.

Cuando esto ocurre, el analista principal lleva a cabo una revisión preliminar que puede conducir a la inclusión en el Listado de Revisión Especial, para ello se realiza un amplio análisis que incluye, si procede, una reunión con los dirigentes tanto del sector público como privado, así cómo, una presentación al comité de calificación de los resultados obtenidos del estudio efectuado. Dicho comité evalúa la propuesta, toma una decisión sobre la calificación, se notifica y considera la apelación si ésta se produce. Una vez finalizado este proceso se publica el resultado.



EL RIESGO PAÍS⁵.

Algunos autores definen el riesgo país de la siguiente manera:

“La posibilidad de que el conjunto de los prestatarios de una determinada nación sean incapaces, en los momentos previamente establecidos para ello, de pagar los intereses y/o de devolver el principal de sus deudas a sus acreedores extranjeros”.

“Es el índice de riesgo que corre un inversionista al prestarle dinero a un país”.

“ Es un índice que pretende exteriorizar la evolución del riesgo que implica la inversión en instrumentos representativos de la deuda externa emitidos por gobiernos de países emergentes. Tal riesgo es el de no pago por parte de los gobiernos emisores de las sumas comprometidas (capital e intereses).”

“El riesgo país refleja la percepción de los operadores sobre la posibilidad de que un país pueda afrontar sus compromisos financieros internacionales”.

“En esencia, el objetivo de un rating-país consiste en definir cual será la capacidad de los prestatarios, de un país determinado, para acceder a las divisas necesarias que le permitan atender el servicio de la deuda contraída en dichas divisas, o en caso externo, determinar la probabilidad de que acontezca una suspensión de pagos internacional.”

“Previsión de una eventual insolvencia comercial o financiera por parte de un vendedor o prestamista, a causa de problemas de carácter político o derivados de graves perturbaciones económicas que pueden darse, en forma relativamente frecuente en un país en desarrollo.”

“Riesgo derivado de variables económicas, financieras, administrativas-jurídicas o sociales de un país”

“El riesgo país básicamente indica desconfianza de los mercados en la capacidad del estado de hacer frente a sus deudas y obligaciones, pero día a día varía guiado por otros factores(nivel de déficit fiscal, turbulencias políticas, presiones políticas para que suba el gasto político, escaso crecimiento de la economía, alta relación Ingresos / deuda, etc.) que finalmente son los que influyen en esa capacidad de pago del estado.”

“Son las expectativas que tiene el mercado financiero acerca de la capacidad de pago de la región o país que se esté analizando, un método sencillo que nos muestra cuanto más interés que a Estados Unidos le exigen al país los inversionistas de los distintos países y empresas.”



De todas las definiciones anteriormente mencionadas podemos concluir que el riesgo país se refiere al **“Riesgo que asumen las entidades financieras, las empresas o el Estado, por el posible impago por operaciones comerciales o préstamos que realizan con el sector público o privado de otro país.”**



El Riesgo país esta determinado por unos índices elaborados por innumerables calificadoras como se puede apreciar en el cuadro 1, que proporcionan una clasificación de los países a través de la valuación de su situación política y económica, este índice también es calculado por *Euromoney*, *Institutional Investor*, *Standard & Poor's*, *Fitch IBCA México*, y *Moody's*, que son las calificadoras más **importantes** en el ámbito internacional.

Cuadro 1

Las agencias calificadoras

ABN Amro Holding NV	Países Bajos
Adams, Harkness & Hill	Estados Unidos
Advest Inc.	Estados Unidos
Banco Excel Economico	Brasil
Bank of America Corp.	Estados Unidos
BB Robertson Stephens	Estados Unidos
Bear Stearns Co.	Estados Unidos
BrookStreet Sec	Estados Unidos
BT Alex. Brown	Estados Unidos
CARE	India
CE Unterberg Towbin	Estados Unidos
Crédit Suisse First Boston	Estados Unidos
CRISIL	India
Dain Rauscher Wessels	Estados Unidos
Deutsche Bank AG	Alemania
Donalson Lufkin & Jenrette	Estados Unidos
Duff & Phelps Credit Rating Co.	Estados Unidos
Dun & Bradstreet	Estados Unidos
Edwards AG Inc.	Estados Unidos
Everen Sec	Estados Unidos
F.S. Van Kasper	Estados Unidos
Ferris Baker	Estados Unidos
Fimalac	Francia
First Union Corp.	Estados Unidos
Fitch IBCA	Estados Unidos
Goldman Sachs	Estados Unidos
Gruntal & Co.	Estados Unidos
Heron Capital Management	Estados Unidos
HSBC Holdings (Hong-Kong & Shanghai Banking Corp)	Reino Unido
ICRA	India
Janney Montgomery Scott	Estados Unidos
JP Morgan & Co.	Estados Unidos
JP Morgan Chase	Estados Unidos
Kaufman Bros. LP	Estados Unidos
Ladenburg Thalmann	Estados Unidos



Lehman Brothers	Estados Unidos
McDonald Investments	Estados Unidos
McGraw-Hill	Estados Unidos
Merrill Lynch & Co.	Estados Unidos
Moody's	Estados Unidos
Morgan Stanley Dean Witter	Estados Unidos
NB Montgomery Sec	Estados Unidos
Pacific Crest	Estados Unidos
Paine Webber Group Inc.	Estados Unidos
Preferred Capital Markets	Estados Unidos
Prudential plc.	Reino Unido
Salomon Smith Barney	Estados Unidos
Sanford Bernstein & Co.	Estados Unidos
Schroder & Co.	Guernsey
Scott & Stringfellow	Estados Unidos
SG Cowen & Co	Estados Unidos
Soundview Financial	Estados Unidos
Southwest Sec	Estados Unidos
Standard & Poor Equity	Estados Unidos
Standard & Poors	Estados Unidos
Stephens Inc.	Estados Unidos
Sunlogic Sec	Estados Unidos
Sutro & Co.	Estados Unidos
TechVest LLC.	Estados Unidos
USB Piper Jaffray	Estados Unidos
Warburg Dillon Read	Estados Unidos

Fuente: http://www.transnationale.org/castillan/transnationale/finance/agences_notation.htm.

Una de las evaluaciones mejor conocidas acerca del riesgo país es la elaborada por *Euromoney*⁶ una revista mensual que periódicamente publica el rango jerárquico con relación al riesgo país.



INDICADORES QUE SE CONSIDERAN PARA CALIFICAR EL RIESGO PAÍS

La Calificación de riesgo que se le asigna a un país depende de una serie de indicadores económicos, políticos y sociales. Entre estos indicadores, los de mayor peso están relacionados con el nivel de ingreso per cápita, la tasa inflacionaria, la tasa de crecimiento del producto, el déficit fiscal, el ahorro doméstico, la tasa de desempleo, el grado de desarrollo del Mercado de Capitales, la relación deuda-exportaciones, la relación deuda-producto, el precio futuro de los productos exportables, déficit en la cuenta corriente de la Balanza de Pagos y un factor que para varias economías es un obstáculo, como la historia del país honrando sus deudas, es decir, verifican si el país bajo estudio ha entrado en algún momento en cesación de pagos (default y/o externo).

La metodología de análisis se centra en una serie de factores económicos y administrativos del sistema, el desempeño y flexibilidad presupuestarios y la posición financiera. Estas características se evalúan en forma conjunta, no aisladamente una de otras.

LOS FACTORES ECONOMICOS.

Demografía. El tamaño absoluto, la densidad, la tasa de crecimiento y la distribución por edad de la población se evalúan en virtud de su capacidad para influir en el crecimiento de los ingresos y la demanda de servicios públicos en el futuro. Una población decreciente o que aumenta rápidamente probablemente restringirá las finanzas del gobierno, al disminuir los ingresos o acelerar dramáticamente la demanda de servicios. Sin embargo, un alto crecimiento de la población resultante de la inmigración significativa de población en edad de trabajar y especialmente de trabajadores especializados, podría ser un factor positivo.

Un aspecto importante de la demografía es el tamaño de la población dependiente, es decir, el segmento de población de menos de 15 años de edad o más de 65 años de edad. Estos grupos son los que demandan la mayor parte de los servicios proporcionados por las autoridades locales, tales como educación y salud, y son los segmentos que menos contribuyen a los ingresos.

En general, el perfil demográfico ideal está representado por una población estable, que crece moderadamente con una población dependiente reducida. El tamaño de la población no es en sí una consideración, pero en algunos casos podría ser una medida de la diversidad económica.

Estructura económica. Esta parte del análisis se centra en la profundidad, diversidad y prosperidad de la base económica local o regional para así poder evaluar el grado de estabilidad del crecimiento de los ingresos del gobierno. Los factores a considerar incluyen las características de la fuerza laboral, la composición del empleo y los niveles de ingresos. Los mejores indicadores históricos de la estabilidad de una base económica son las variaciones que a mediano plazo se han producido en el crecimiento del empleo, el ingreso y gasto personal, y el nivel de desempleo.



Uno de los objetivos del análisis es el de evaluar si el empleo está concentrado en pocos sectores (por ejemplo, minería, banca, industria textil, etc.) o en compañías individuales y, de ser así, evaluar la situación y perspectivas de estos sectores y compañías. La dependencia de pocos segmentos de empleo y producción primarios implica una mayor vulnerabilidad a los ciclos de los negocios y a la posición competitiva de ese sector. Los principales empleadores y contribuyentes son evaluados en relación con el sector industrial al que pertenecen, a las inversiones recientes y esperadas y al estado de sus plantas productivas. Los niveles de desempleo y subempleo se examinan de forma independiente dentro del contexto de la migración y de los cambios en la participación de la fuerza laboral.

Otra consideración es la prosperidad económica. En general, cuanto más grande es el nivel de ingreso per capita y la riqueza, mayor es la flexibilidad que tiene un gobierno para recaudar impuestos o restringir los servicios. Las calificadoras miden esta flexibilidad examinando los niveles de ingresos per capita y del PIB. En la medida en que sea posible, se estima la contribución no registrada de la economía informal a los ingresos locales.

Finalmente, es importante la distribución de los ingresos, ya que una distribución altamente sesgada puede crear presiones sociales y de gasto, las cuales permanecen ocultas si sólo se examinan las cifras promedio.

Perspectivas de crecimiento. Las calificadoras evalúan las perspectivas de una economía sobre la base de las tendencias recientes en el empleo, la producción y la inversión, ajustándolas sobre la base de cualquier cambio estructural o político reciente. Las proyecciones económicas independientes son útiles, pero no se da por un hecho que sean exactas. Se pone especial énfasis en el estudio de las tendencias estructurales a largo plazo y sus aplicaciones para el crecimiento futuro, y no en los progresos relacionados únicamente con la rentabilidad de los ciclos económicos. El modelo óptimo es aquél en que el crecimiento real del ingreso per capita o del PIB es de 2% a 3% anual, o para los países menos desarrollados, de 5% a 6% anual.

Las tendencias de crecimiento se ubican en el contexto del perfil demográfico y la estructura económica del área. La posición competitiva de las industrias locales es una consideración importante, al igual que su ubicación (por ejemplo, la existencia de un puerto moderno y la proximidad a los principales mercados, etc.), la dotación de recursos (minerales, energía y una fuerza laboral especializada, etc.) y la existencia de infraestructura adecuada. Otros factores para evaluar el grado de actividad de una economía incluyen, los niveles recientes y esperados de inversión privada y pública.

LOS FACTORES ADMINISTRATIVOS

Estructura intergubernamental. Las calificaciones de los gobiernos locales y regionales toman en cuenta la estabilidad y el apoyo del sistema intergubernamental, factores que a menudo son de considerable importancia en una decisión sobre la calificación.

Las transferencias intergubernamentales pueden ser una fuente de ingresos y/o una responsabilidad de servicio y, como tales, pueden aumentar o restringir la flexibilidad presupuestaria. La facultad de un gobierno de rango superior para administrar por mandato



el gasto (o los estándares de servicio) por parte de un gobierno de rango inferior sin la correspondiente transferencia de ingresos o de autoridad fiscal, es un factor definitivamente negativo. Las transferencias se evalúan en función de su tamaño, de la posibilidad de predecirse y de la flexibilidad con que pueden ajustarse a circunstancias cambiantes. En los mercados emergentes, estas disposiciones frecuentemente son nuevas y por lo tanto están sujetas a cambios, haciendo que el entorno operativo sea más difícil de predecir.

Las calificadoras examinan la composición de las transferencias de ingresos distinguiendo entre asignaciones generales de participación en los ingresos, subsidios específicos y pagos de nivelación. La nivelación fiscal es tal vez el programa de transferencia más importante desde la perspectiva de las calificaciones. Los planes de nivelación están orientados a garantizar que las subdivisiones políticas puedan proporcionar niveles de servicios públicos razonablemente comparables con esfuerzos fiscales similares. Indudablemente que estos programas elevan el perfil crediticio de los beneficios -las regiones en desventaja económica-. Si el sistema de nivelaciones se adapta rápidamente a los acontecimientos cambiantes, este tipo de sistema es positivo, incluso para aquellos contribuyentes netos, en el sentido que proporcionan una red de seguridad de importancia variable en tiempos difíciles.

La evaluación incorpora cualquier mecanismo explícito de asistencia a los gobiernos que enfrentan dificultades financieras y la evidencia histórica de dicho apoyo. Salvo que se disponga de asistencia financiera predecible, con suficiente anticipación a una crisis financiera aguda, no se reconoce ninguna garantía estatal en la calificación. Sin embargo un historial que demuestra que ha existido apoyo internacional puede ser citado como un elemento extraordinario que se incorpore a la calificación individual de la nación.

Balance de ingresos y gastos. Otra consideración de la calificación es determinar si la estructura del gobierno local o regional tiene responsabilidades de servicio que se equiparen con la facultad para movilizar ingresos. Esta determinación exige evaluar hasta que punto las atribuciones de la municipalidad de obtener ingresos y las disposiciones sobre servicios están controladas o sujetas a las decisiones de gobiernos de rango superior o de la legislación local. En cuanto al gasto, el énfasis del análisis está puesto en la porción del presupuesto determinada por los mandatos y por estándares, de servicio, u otros gastos no discrecionales. Se consideraría que hay poco equilibrio si un gobierno local enfrenta mandatos de servicio que impliquen crecimiento del gasto superior al ritmo de crecimiento de los ingresos; Si los ingresos fuesen muy limitados e inflexibles.

Una última área de interés es la *facultad para obtener financiamiento.* Algunos gobiernos subsoberanos deben recibir la aprobación del gobierno central para realizar emisiones de deuda, especialmente para obtener préstamos externos. De igual manera, algunas leyes locales exigen la aprobación de los votantes para la emisión de instrumentos de deuda. El primer requisito puede ser un factor positivo, debido a que garantiza la coordinación con el gobierno central y el cumplimiento de todos los principios de autorización. Sin embargo, cualquiera de las dos restricciones puede ser problemática si limita la flexibilidad financiera y el acceso al capital necesario para mantener la infraestructura pública.



Sistemas y políticas de administración. El énfasis está en la consistencia y rigor de las políticas presupuestarias y financieras tal como se ha demostrado durante varias administraciones y alineamientos políticos.

La estructura, los sistemas y los controles de la administración son indicadores útiles de la estabilidad financiera futura y de la no dependencia es un número reducido de administradores clave. Las normas institucionalizadas que rigen la emisión de deuda y exigen por mandato un presupuesto equilibrado, constituyen puntos fuertes. Sin embargo, en caso de no existir tales requisitos legales, se evalúan las políticas, así como su cumplimiento por parte de la administración. La actitud de un gobierno en cuanto a mantener balances operativos se analiza en función del desempeño pasado. Las proyecciones presupuestarias y los sistemas de control se evalúan, incluyendo los controles de gasto, los procedimientos de recolección de ingresos y los sistemas de administración de efectivo. El control del gasto se mide mediante una comparación a mediano plazo del crecimiento del gasto en relación con la expansión económica. La capacidad para limitar las desviaciones del presupuesto también es un factor de evaluación importante.

Otra consideración es la oportunidad y el alcance de las prácticas de presentación de informes financieros, los documentos de planeación, los informes fiscales semestrales y flujos de efectivo.

La capacidad del gobierno para actuar rápidamente también se incorpora a la calificación. Una legislatura numerosa y fragmentada o un gobierno en el cual hay una brecha infranqueable entre las ramas ejecutiva y legislativa a menudo se consideran factores negativos.

EL DESEMPEÑO Y FLEXIBILIDAD PRESUPUESTARIOS.

Analizar el desempeño fiscal implica revisar las tendencias de crecimiento básicas y relativas de los ingresos y gastos, la flexibilidad para ajustar los ingresos y gastos, y el nivel de desequilibrios presupuestarios experimentados durante un período de cinco años.

Fuentes de ingresos y flexibilidad. La evaluación de la estructura de ingresos se centra en las fuentes principales, la variación de su importancia en el tiempo y su adecuación con relación a la base económica. El primer paso es distinguir entre los ingresos provenientes de fuentes propias y los percibidos por concepto de transferencias. Los ingresos de fuentes propias se examinan muy de cerca, debido a que representan los recursos sobre los que la municipalidad tiene un control más directo. Los movimientos históricos de estos ingresos se analizan en el contexto de las tendencias de la actividad económica. De igual modo, la estabilidad de las transferencias intergubernamentales se examina en función de las políticas gubernamentales fiscales y de transferencias, el crecimiento económico y la capacidad fiscal de la autoridad superior responsable de estas transferencias.

Un área clave de análisis es el potencial para generar ingresos adicionales. Esta evaluación pone énfasis en las cargas fiscales totales y comparativas y la proporción de los ingresos



bajo el control de la municipalidad. La estimación de la carga fiscal involucra una comparación de los niveles de impuestos y tarifas en relación con otras jurisdicciones similares en el país; este contraste se refuerza al comparar los ingresos de fuentes propias per capita o como un porcentaje del ingreso o la producción. Para facilitar las comparaciones internacionales, la carga fiscal y de tarifas per capita impuesta por el gobierno central u otras jurisdicciones superpuestas se suma a aquélla del gobierno local calificado.

La importancia de los límites legales para la obtención de ingresos se evalúa determinando la proporción de ingresos provenientes de fuentes propias. En igualdad de circunstancias, una mayor participación del ingreso de fuentes propias sugiere una mayor flexibilidad de los ingresos. Finalmente, la disposición de la administración para aprovechar la capacidad de que dispone para obtener ingresos se evalúa sobre la base de su historial durante períodos pasados de restricción presupuestaria.



Tendencias y flexibilidad del gasto. La evaluación de los gastos pone énfasis en la proporción de gastos discrecionales, la voluntad política de frenar el gasto, y la evolución de la tendencia creciente del gasto durante recesos económicos.

El gasto discrecional se define como el capital no esencial y los gastos corrientes. En general, hay un mayor margen para diferir o discontinuar gastos de capital, al menos en el corto plazo, de manera que un mayor porcentaje de los gastos de capital generados internamente usualmente implica un mayor grado de discreción. Para medir esta flexibilidad, las calificadoras estiman el nivel mínimo de gastos de capital que se necesita para mantener la infraestructura existente y completar nuevos proyectos de naturaleza esencial y urgente. Asimismo, suponiendo niveles de deuda sostenibles, los costos de capital pueden ser elementos legítimos para el financiamiento de bonos.

En cuanto al aspecto operativo, el servicio de la deuda y los costos de personal se consideran no discrecionales, y su crecimiento en relación con el tamaño del presupuesto se monitorea minuciosamente. En consecuencia, las relaciones laborales son críticas y el proceso de acuerdos salariales se revisa, la oportunidad y los resultados, así como la importancia de las disputas laborales. Finalmente, cuando los estándares de servicio son fijados por un gobierno de nivel superior, la municipalidad tiene inherentemente menor control sobre su presupuesto.

La voluntad política para limitar o recortar gastos se discierne mediante un análisis del desempeño histórico. La evolución en los niveles de empleados y salarios es una medida útil de la capacidad para controlar el gasto, especialmente cuando se compara con tendencias regionales o nacionales.

Al igual que en el caso de los ingresos, la vulnerabilidad de los gastos de operación a los ciclos económicos se evalúa comparando la variación de la tasa de crecimiento del gasto durante un ciclo económico con la variabilidad del crecimiento del ingreso personal o producción económica.

Desempeño presupuestario y requisitos financieros. Al evaluar el desempeño presupuestario, un factor importante lo constituye la magnitud de las variaciones entre las proyecciones presupuestarias iniciales y los resultados finales. Las diferencias significativas y recurrentes plantean preguntas acerca de la adecuación de las técnicas de proyección, de los controles presupuestarios y de la capacidad y disposición de la administración para realizar ajustes dentro del año.

El balance operativo mide la capacidad del gobierno para administrar sus actividades recurrentes y ayuda a identificar cualquier falta de coincidencia entre el ingreso y los gastos recurrentes. Los déficits operacionales persistentes indican que la base de ingresos es inadecuada para mantener el rango de servicios de la municipalidad o, que por el contrario, la administración no cumple adecuadamente con la tarea de recolectar fondos suficientes.



El uso continuo de préstamos para financiar operaciones no es un buen presagio de la capacidad de un gobierno para pagar sus gastos corrientes, ya que al mismo tiempo acumula gastos por concepto de servicio de la deuda. Como parte de este análisis, se examina la definición de ingresos y gastos operacionales para determinar el grado de conservadurismo. Por ejemplo, una contabilidad conservadora de los gastos incluirá como gastos lo necesario para el mantenimiento del capital y los subsidios al sector privado, aún cuando dichas transferencias fuesen propósitos de inversión.

La mejor forma de medir la administración prudente de las necesidades de capital de una municipalidad es estudiando el monto de las inversiones de capital hechas en el mediano plazo a partir de fuentes tales como excedentes de operación y subsidios de capital. La relación entre las necesidades de préstamos netos y los ingresos totales indica el ritmo de acumulación de la deuda en relación con los recursos disponibles para amortizarla.

LA POSICIÓN FINANCIERA.

Liquidez. La evaluación de la posición de liquidez de un país pone énfasis en el mantenimiento del nivel apropiado de liquidez interna, las políticas de inversión y la disponibilidad de las líneas de crédito comprometidas y de otro tipo para poder hacer frente a la estacionalidad de los ingresos y gastos. Este análisis se aplica a cualquier deuda pendiente a corto plazo o de tasa variable o bonos con vencimientos a plazo.

También son importantes para el análisis las reservas promedio y mínimas y los saldos de efectivo en relación con los gastos totales y al servicio de la deuda. Una gran dependencia de la deuda a corto plazo o deuda con un perfil de vencimiento irregular puede plantear un riesgo importante en ausencia de opciones de fondeo creíbles. La administración del efectivo y su coordinación con los préstamos a largo plazo a menudo reflejan la solidez de la planeación y los controles presupuestarios. Finalmente, la confianza puesta en el nivel de las reservas debe reflejar la prudencia de las normas y prácticas de inversión, en relación con los riesgos crediticios y del mercado.

Volumen de endeudamiento. El volumen de endeudamiento se mide comparando los cargos anuales y las existencias de finales de año con los recursos disponibles. Al igual que en la evaluación de los impuestos de una comunidad, el volumen de endeudamiento de una nación no puede analizarse en forma aislada, sino que debe considerarse más ampliamente, incluyendo la deuda pública de jurisdicciones superpuestas y del gobierno central. Este enfoque permite hacer comparaciones entre comunidades que ofrecen una variedad de servicios muy diferente.

Se pone énfasis en las relaciones de deuda directa neta sobre presupuesto y deuda pública neta respaldada por impuestos con relación al PIB y per capita. Las relaciones de deuda directa neta que superan el 100% de los ingresos y las relaciones de deuda neta respaldadas por impuestos que superan el 25% del PIB usualmente indican un volumen de endeudamiento considerable. Finalmente, se evalúa minuciosamente la proporción de los ingresos necesarios para el servicio de la deuda, al igual que su evolución.



El análisis de la administración de la deuda se concentra en la estructura y la composición de la deuda respaldada por impuestos, incluyendo su vencimiento, denominación y sensibilidad a las tasas de interés.

Pasivos fuera del balance general. Una parte especialmente compleja del análisis se centra en los pasivos fuera del balance general, que se definen como la deuda total del sector público, incluyendo todas las empresas del sector público (esto es, bancos, servicios públicos, compañías habitacionales, etc.), pasivos de pensiones no financiados, y otras obligaciones contingentes relativas a los ingresos presupuestarios. Los temas clave incluyen la probabilidad de que se hagan efectivas las garantías, la necesidad de apoyar las operaciones y el servicio de la deuda de empresas públicas, y la probable exigencia que plantean las pensiones públicas sobre los recursos presupuestarios.

La prosperidad de las empresas públicas se evalúa sobre la base de su rentabilidad individual, ajustada por cualquier subsidio y la necesidad histórica de inyecciones de capital. La calidad crediticia de estas entidades determina la probabilidad y la magnitud de cualquier potencial intervención gubernamental. La carga que imponen las pensiones toma en consideración cualquier estudio actuarial, la evolución de las aportaciones a las pensiones y los pagos con relación al presupuesto, al igual que la adecuación de los planes para amortizar los pasivos pendientes.

En líneas generales, los elementos que se tiene en cuenta en la elaboración de la calificación del Riesgo-País, son básicamente: Las estructuras de interacción social, la dinámica política, y los fundamentos económicos, todos ellos enmarcados a unos determinados niveles de endeudamiento y liquidez de los presupuestos provisionales, y de la balanza de pagos de un país⁷ como se puede observar en el cuadro 2 y 3.



Cuadro 2

PERFIL METODOLÓGICO DE LA CALIFICACIÓN DEL RIESGO PAÍS

- a) Relaciones intergubernamentales.
- Transferencias intergubernamentales.
 - Capacidad impositiva.
 - Distribución de competencias.
 - Regulación del endeudamiento.
- b) Gestión.
- Limitaciones legales.
 - Sistema de gestión y control.
 - Relaciones laborales.
- c) Estructura económica y crecimiento.
- Características demográficas.
 - Infraestructura.
 - Recursos naturales.
 - Composición de la producción y el empleo.
 - Crecimiento económico y perspectivas.
- d) Análisis presupuestario y flexibilidad.
- Estructura del gasto y tendencia composición de los ingresos y la presión fiscal.
 - Superávit o déficit de exportación.
 - Gastos de capital y proyecciones.
- e) Posición financiera.
- Prácticas contables.
 - Gestión de tesorería.
 - Necesidad de financiación; proyecciones.
 - Nivel de deuda,
 - Entidades públicas y otras responsabilidades indirectas.



Cuadro 3

PRINCIPALES INDICADORES.

- a) Indicadores demográficos.
- Crecimiento de la población.
 - Pirámide de la población.
- b) Indicadores económicos.
- Ingreso per capita.
 - Crecimiento del PIB.
 - Inversiones.
 - Crecimiento del empleo.
 - Tasa de actividad.
 - Tasa de desempleo.
- c) Indicadores financieros.
- Superávit o déficit total como porcentaje de ingresos totales.
 - Crecimiento de los ingresos.
 - Transferencias como porcentaje de ingresos.
 - Crecimiento de los gastos.
 - Gastos de capital como porcentaje de gastos totales.
 - Gastos como porcentaje del PIB.
 - Porcentaje de gastos de capital no financiado con deuda.
- d) Indicadores de deuda
- Deuda directa como porcentaje del PIB.
 - Deuda directa como porcentaje de ingresos.
 - Deuda total del sector público dependiente de impuestos y tasas como porcentaje de ingresos.
 - Servicio de la deuda (intereses y principal) menos impuestos a cobrar como porcentaje de ingresos operativos.

Es importante mencionar que a pesar de que existen diversos métodos de evaluación y medidas de índices de riesgo país, que la mayoría coincide en la metodología presentada anteriormente, de tal forma que las Calificadoras Internacionales consideran los mismos factores para asignarle una calificación de riesgo al país, como se puede apreciar en el cuadro 4.



Cuadro 4.

**FACTORES QUE TOMA EN CUENTA CADA CALIFICADORA
PARA ASIGNAR EL RIESGO A LOS PAÍSES**

(Factores en orden de importancia, que toman en cuenta las Calificadoras Internacionales en su metodología, para determinar el Riesgo-País de una Nación)

CALIFICADORAS	Standard and Poor's	Fitch	JP Morgan	Moody's	Duufs & Phelps
Producto Nacional Bruto	1	1	1	1	1
Deuda Pública de Corto Plazo	2	2	2	2	4
Deuda de Largo Plazo	8	8	9	8	5
Riesgo Crediticio	7	10	10	9	10
Análisis de Gobiernos Estatales y Municipales	16	17	15	15	17
Información de Gobiernos Regionales y Locales	17	16	14	14	16
Factores Soberanos (tipo de gobierno, capacidad constitucional, relaciones internacionales)	14	14	13	12	13
Antecedentes Económicos	3	6	3	5	8
Flexibilidad y Desempeño Fiscales	11	5	7	6	7
Desempeño Presupuestario	6	7	4	7	6
Posición Financiera	4	3	5	3	2
Políticas Financieras	5	4	6	4	3
Relaciones Intergubernamentales	15	15	16	16	15
Sistemas Administrativos	13	13	12	13	12
Estructura Económica y Perspectivas de Crecimiento	12	12	17	17	14
Análisis de la calidad de los Activos	9	9	8	11	9
Riesgo de Mercado	10	11	11	10	11



INTERPRETACIÓN DEL RIESGO PAÍS

Es sabido, y así lo enseña tanto la realidad económica como la teoría financiera más elemental, que cuanto mayor es el riesgo de incobrabilidad de un crédito, mayor es la tasa de interés que pretende el prestamista de los fondos. Ello es así ya que la tasa de interés, además de ser la retribución por el uso del capital ajeno, incorpora una “prima de riesgo” con la que se “tienta” y sobrenumera a un acreedor para que conceda préstamos.

En este sentido, el riesgo país es un indicador que mide la sobretasa que debe pagar el Estado Nacional respecto del gobierno norteamericano. La utilización de EE.UU como patrón de medición no es casual, ya que Estados Unidos es considerado un deudor sin riesgo, y por lo tanto sin posibilidad de caer en *default*.

Este indicador normalmente, no se expresa como un porcentaje sino en una forma llamada "**puntos básicos**" o **basic points**, lo cual no es otra cosa que multiplicar al porcentaje por 100, que no es sino otra manera de expresar tasas de interés, por ejemplo:

- ✓ 1 punto=0.01%
- ✓ 10 puntos=0.10%
- ✓ 100 puntos=1%
- ✓ 137 puntos=1.37%
- ✓ 1296 puntos=12.96%

Es decir, si decimos que el riesgo país es de 239 puntos (algunos utilizan la palabra puntos básicos o basis points) significa que el Estado Nacional (México) paga un 2.39%⁸ más para endeudarse que su par norteamericano. Es por eso que mientras menor sea este indicador, mejor. Suponiendo que EE.UU se endeuda a tasa del 4.5%, entonces el estado mexicano lo hace al 6.89 % (4.5 +2.39).

A mayor “Riesgo País”, mayor tasa de interés, a menor “Riesgo País”, menor tasa de interés.

A diferencia de la Bolsa de Valores, cuanto más se incrementa el riesgo país, peor es para la nación en cuestión, ya que necesitara pagar más tasa de interés para recibir dinero, debido a que los más conservadores tenderían a no prestarle más sin una tasa de interés mayor.



CONCLUSIONES

El comportamiento de los últimos tiempos en materia política y económica puede ser seguido fielmente a través de la evolución del denominado “riesgo país”.

El riesgo país sirve como “termómetro” para medir la percepción que los inversionistas tienen respecto al país y es un índice que contribuye a tomar decisiones eficientes de inversión.

El índice de riesgo para un país en sí mismo no dice nada, sólo adquiere relevancia al compararlo con el correspondiente a otro país, y al ver su evolución en el tiempo.

Se puede afirmar que el índice de riesgo país se estima considerando aspectos políticos, económicos y financieros como se pueden apreciar en el cuadro 5 y con especial detalle en el cuadro 6.

**Cuadro 5.
INDICADORES DE RIESGO PAÍS**

ASPECTO	INDICADORES
1. Indicadores de Riesgo Político	1.1 Estabilidad Gubernamental 1.2 Condiciones socioeconómicas 1.3 Perfil de Inversión (incluye riesgo de expropiación y de repudio de contratos) 1.4 Conflicto Interno 1.5 Conflicto Externo 1.6 Corrupción 1.7 Militarismo en Política 1.8 Religiosidad en Política 1.9 Ley y Orden (Estado de Derecho) 1.10 Tensiones Étnicas 1.11 Accountability Democrática 1.12 Calidad de la Burocracia
2. Indicadores de Riesgo Político por subregiones latinoamericanas.	2.1 Índice de la corrupción gubernamental. 2.2 Índice de Ley y Orden (Estado de Derecho)



	<p>2.3 Índice de Riesgo de repudio de Contratos.</p> <p>2.4 Índice de Riesgo de Expropiación.</p> <p>2.5 Índice de Calidad de la Burocracia.</p>
3. Indicadores de Riesgo Financiero	<p>3.1 Total de deuda externa como porcentaje del PIB (Producto Interno Bruto).</p> <p>3.2 Servicio de la Deuda como porcentaje de las exportaciones de bienes y servicios.</p> <p>3.3 Total de la cuenta corriente como porcentaje de las exportaciones de bienes y servicios.</p> <p>3.4 Reservas mensuales totales por mercancías importadas.</p> <p>3.5 Apreciación/depreciación del tipo de cambio a lo largo de un año (porcentaje de variación mensual con relación al promedio anual).</p>
4. Indicadores de Riesgo Económico	<p>4.1 PIB per cápita.</p> <p>4.2 Tasa de Inflación Anual.</p> <p>4.3 Balance presupuestario como porcentaje del PIB.</p> <p>4.4 Cuenta corriente como porcentaje de las exportaciones de bienes y servicios.</p>
5. Indicador compuesto de Riesgo País	<p>5.1 Clasificación actual: riesgo político, financiero y económico.</p>

Pero la importancia del índice Riesgo-País va más allá del mero medidor del endeudamiento público, ya que es fundamental como referencia para determinar lo siguiente:

1. Volúmenes de recursos financieros.
2. Plazos de prestamos.
3. Costos: tasas de interés y/o Spreads.
4. Estructurar portafolios de inversión.

Así la calificación de países soberanos y organismos internacionales se ha convertido en una referencia necesaria, y habitual de los mercados financieros internacionales.



Cuadro 6

ELABORACIÓN EN DETALLE DE LA EVALUACIÓN DEL RIESGO PAÍS.

- Extensión.
- Densidad de la población.
- Tasa de vencimiento vegetativo.
- Población activa.
- Población activa / población (%).
- Concentración urbana.
- Emigrantes / inmigrantes (en cifras).
- Idioma.
- Religión.
- Distribución de la población activa (%).
- Agricultura.
- Industria.
- Servicios.
- PIB por sectores (%).
- Agricultura.
- Industria.
- Servicios.
- Recursos naturales.
- Indicadores de bienestar del país en estudio:
- Automóviles / 1.000 habitantes.
- Teléfonos / 1.000 habitantes.
- Televisores / 1.000 habitantes.
- Consumo papel por / habitante.
- Renta per capita. (\$ USA).
- Pirámide de población.

Situación política.

- Tipo de Gobierno.
- Presidente.
- Primer ministro.
- Partidos políticos.
- Gobierno.
- Oposición.
- Últimas elecciones.
- Próximas elecciones.
- Poder legislativo.
- Mayoría / minoría mayoritaria (%).
- Poder judicial.
- Sindicatos.
- Administración.



-
- Medios de comunicación.
 - Entorno.
 - Bloques.
 - Organismos.
 - Gastos militares / PIB (%).
 - Aspectos relevantes.
 - Estabilidad política.

Situación Económica.

- PIB (Mm \$ USA).
- Crecimiento real PIB (%).
- Renta per capita (M \$ USA).
- Desempleo (% s / población).
- Inflación (%).
- Déficit público / PIB (%).
- Variación oferta monetaria (%).
- Tipos de interés.
- Consumo privado / PIB (%).
- Gasto público / PIB (%).
- Inversión bruta / PIB (%).
- Saldo balanza comercial / PIB (%).
- Saldo balanza invisible / PIB (%).
- Exportaciones bienes y servicios.
- Principales productos exportados. (%).
- Principales mercados exportación. (%).
- Importación de bienes y servicios.
- Principales productos importados (%).
- Saldo balanza comercial (Mm \$).
- Saldo balanza corriente (Mm \$).
- Saldo balanza básica (Mm \$).
- Posición neta bancos (Mm \$).
- Reservas (excluye el oro) (Mm \$).
- Tipo de cambio.
- Deuda exterior pública y privada (Mm \$).
- Deuda exterior pública y privada / PIB (%).
- Deuda exterior pública y privada a corto plazo (Mm \$).
- Servicio deuda pública y privada (Mm \$).
- Servicio deuda pública y privada / PIB (%).
- Servicio deuda pública / Exportaciones. (%).
- Deuda pública exterior / Exportaciones (%).
- Deuda pública exterior / reservas (%).
- Déficit balanza corriente / reservas (%).
- Importaciones / reservas.
- Intereses deuda / Exportaciones-importaciones mínimas (%).
- Servicio deuda / reservas + FMI neto + Bancos neto (%).



UTILIDAD PARA EL MERCADO FINANCIERO Y SUS PARTICIPANTES

La calificación de Riesgo-País no va a ser, tan sólo de utilidad al País, sino que va hacer útil al propio mercado en sí, y a los participantes que en él intervengan. La calificación va a proporcionar una herramienta de estudio de primera mano al propio mercado y a los participantes que se mueven dentro de él.

De forma sistemática podemos resumir algunas razones que contribuyen a hacer de la calificación Riesgo-País un elemento de gran utilidad para el mercado y sus participantes:

- Clasificación de los riesgos con criterios homogéneos.
- Una base para que los órganos rectores del mercado y las instituciones financieras puedan fijar sus políticas de inversión y pueda, por tanto, decidir y actuar en consecuencia.
- Una fuente especializada para que las autoridades financieras y, económicas en general, puedan, contrastar la conveniencia de establecer límites de inversiones al mercado en general a las instituciones que en él operan.
- Una forma de homologar el riesgo en todos los mercados financieros internacionales, con lo que se obtiene una mayor transparencia en el mercado.
- Un método para que los inversionistas puedan seguir de cerca las consecuencias de las acciones financieras de inversión de los equipos directivos y de gestión de las entidades en cuyo país invierten.

Así una calificación puede servir como base para fijar directrices de inversión.



Conceptos Básicos más utilizados en el tópico de riesgo país.

Recesión

Descenso temporal que experimenta el crecimiento económico caracterizado por la disminución de la demanda, de la inversión y de la productividad y por el aumento del paro y de la inflación. La actividad económica tiene un comportamiento cíclico, de forma que los períodos de auge en la economía van seguidos de una recesión o desaceleración del crecimiento, a la que sigue, por lo general, una depresión, si no se mantienen bajo control los indicadores económicos, o bien una recuperación, si es que se adoptan las necesarias políticas económicas.

Default

Morosidad. Retraso en el cumplimiento de una obligación.

Producto Interior Bruto

Valor total de los bienes y servicios finales producidos en un año en un país. No incluye, por tanto, a los productos producidos por las personas del país residentes en el extranjero y sí incorpora los producidos por extranjeros residentes en el país. Esta magnitud puede ser calculada sumando el consumo, la inversión y las exportaciones y restando las importaciones.



REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

1. Morales Castro, Arturo. *Economía y Toma de Decisiones Financieras*, Ed. GASCA-SICCO, México, 2000
2. Scotiabank Inverlat, <[http:// www.inverlat.com](http://www.inverlat.com), (15 de Abril de 2002).
3. Instituto para la protección al ahorro bancario (IPAB), “**Leyes Reglas y Disposiciones**” <[http:// www.ipab.org.mx/leyde.html](http://www.ipab.org.mx/leyde.html)>, (15 de Abril de 2002).
4. Comisión Nacional Para La Protección Y Defensa De Los Usuarios De Servicios Financieros (CONDUSEF), “**Preguntas más frecuentes**”, <<http://www.condusef.gob.mx/>>, (15 de Abril de 2002)
5. Mercado Mexicano De Derivados (MEXDER), “información General”, <<http://www.mexder.com>>, (15 de Abril de 2002).
6. **Standard and Poor’s**, <http://www.standardandpoors.com/LatinAmerica/Spanish/z_ratedef/ratedef_global_pr.htm>, Día: 11 de febrero de 2002, Hora: 17:57
7. **Fitch** ,<<http://www.fitchmexico.com>>, (15 de Abril de 2002).
8. Bolsa Mexicana de Valores, <<http://www.bmv.com.mx/calificadoras>, (15 de Abril de 2002).
9. Comisión Nacional Bancaria y de Valores, <<http://www.cnbv.gob.mx>>, (15 de Abril de 2002).

NOTAS:

¹ Una calificación puede ser soberana (país), bancaria (bancos), estructuradas (activos financieros) y corporativas (empresas) y las realizan las empresas calificadoras internacionales.

² El concepto de CALIFICACIÓN no sólo se aplica a los países (economías), sino que también se elabora para lo siguiente: a) Colocación de Bonos, Emisión de Acciones, Emisión de Obligaciones.



³ Es indispensable aclarar que una calificación no significa que se haya realizado una auditoría, ni que se atestigüe respecto de la autenticidad de la información proporcionada por el país.

⁴ En lo referente al sector privado, dicha revisión incluye generalmente los informes financieros auditados de cinco años atrás, proyecciones de flujos de efectivo y financieras, información sobre operaciones, informes legales, así como cualquier otro que la calificadora considere relevante, con vistas a formarse una opinión inicial de la situación y resultados financieros de los distintos sectores de la economía.

⁵ El riesgo país asume una importancia especial en las corporaciones multinacionales. El término “riesgo país” se usa frecuentemente de manera intercambiable con los términos de riesgo político (posibilidad adicional de pérdidas sobre derechos privados así como por sobre inversiones directas) y riesgo soberano (pérdidas en relación con las reclamaciones presentadas a gobiernos extranjeros o agencias del gobierno).

⁶ *Euromoney*, analiza tres tipos de factores: el riesgo político y los indicadores económicos que ponderan un 50%, la experiencia de pagos y la factibilidad de renovación, con un 20% y el acceso a los mercados financieros internacionales de capitales, un 30%).

⁷ Es importante mencionar que cualquier régimen de libre movimiento de capitales incrementa el riesgo país, ya que los gobiernos tienen menos espacio para gestionar la economía, los movimientos de capitales especulativos pueden ser más pronunciados y la economía puede perder todo su potencial para generar divisas. Los mecanismos del mercado, por otra parte, pueden no funcionar al ocasionar costes políticos intolerables.

Estos nuevos aspectos del riesgo país, aun que sean menos evidentes que el nivel de endeudamiento externo asumido por el Gobierno, deben ser necesariamente incorporados a la hora de evaluar el riesgo país de un país.

⁸ Al día 15 de abril de 2002 se le asignó a México una calificación de riesgo país de 239 puntos.