Este libro forma parte del acervo de la Biblioteca Jurídica Virtual del Instituto de Investigaciones Jurídicas de la UNAM
www.juridicas.unam.mx http://biblio.juridicas.unam.mx/bjv Libro completo en: https://goo.gl/ZBLwiD

13. Indicadores de riesgo-país

EMBI+	
Producido por:	JP Morgan
Frecuencia:	Diaria
Fecha de publicación:	Al cierre de los mercados
Volatilidad:	Moderada, pero con brotes de alta volatilidad
Revisión:	Nunca
Dirección:	Anticíclico
Tiempo:	Coincidente
Reacción de mercados:	Renta fija (directa)
	Renta variable (inversa)
	Cambiario (directa)
Internet	www.bloomberg.com

El riesgo-país (también conocido como riesgo soberano o calificación soberana) es un indicador de las condiciones y posibilidades de un país de cumplir de forma cabal con sus obligaciones de pagos relacionados con su deuda externa. Entre mayor sea el riesgo de un gobierno determinado, más alta es la probabilidad de una petición para renegociar los términos o de una suspensión o moratoria de pagos. En principio, pueden existir indicadores o calificaciones respecto a riesgos de cualquier instrumento financiero emitido por un gobierno, una empresa o una institución. Sin embargo, el riesgo soberano está más identificado con la situación macroeconómica de una nación y es considerado como un techo para la mayoría de las demás calificaciones.

La calificación soberana es reflejo del riesgo asociado al pago de los bonos o instrumentos financieros de largo plazo y en moneda extranjera emitidos por el gobierno. Por lo mismo, cubre aspectos como la fortaleza económica e institucional del país, la capacidad de absorber condiciones

DR © 2012. Instituto Nacional de Estadística y Geografía - http://www.inegi.org.mx/

Este libro forma parte del acervo de la Biblioteca Jurídica Virtual del Instituto de Investigaciones Jurídicas de la UNAM
www.juridicas.unam.mx http://biblio.juridicas.unam.mx/bjv Libro completo en: https://goo.gl/ZBLwiD

adversas (choques), la susceptibilidad a riesgos y las condiciones financieras del gobierno. Lo anterior es lo que lo convierte en un indicador general de la fortaleza.

Existen dos formas principales de medición del riesgo: una que refleja la percepción de los mercados en el corto plazo (por lo que es muy coyuntural) y otra que proviene de un análisis consistente de aspectos que determinan la capacidad de pago en el mediano plazo, por lo que es más estructural. El primero consiste en el diferencial de tasas de interés de instrumentos emitidos por el gobierno respecto a similares de Estados Unidos y el segundo es una calificación emitida por agencias especializadas (llamadas calificadoras).

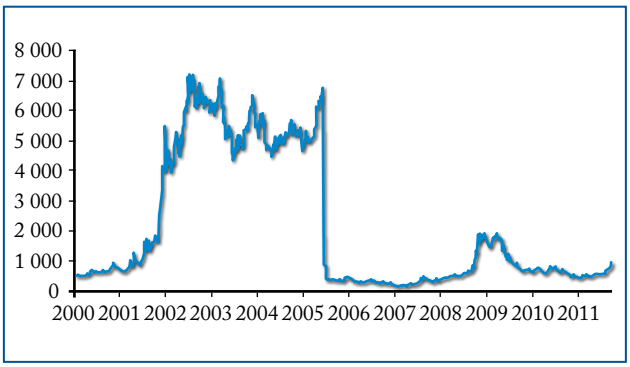
13.1 Emerging Markets Bond Index (EMBI+)

Estados Unidos es considerado como punto de referencia (*benchmark*) para esta medición porque se considera como la nación de menos riesgo y más alta capacidad de pago en el mundo. Por lo mismo, el diferencial de tasas debe reflejar el mayor riesgo que representa el país bajo comparación. Aunque existen muchos índices creados por instituciones financieras, en la práctica, la referencia obligada es a los creados por la banca de inversión JP Morgan, que da seguimiento diario a canastas de instrumentos de deuda en dólares emitidos por distintos países.

En el caso específico de las economías emergentes, los índices de cada nación son parte del EMBI+, que es el diferencial de tasas de interés que pagan los bonos de-

Gráfica 13.1

EMBI+ de Argentina



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

nominados en dólares, emitidos por países emergentes y los Bonos del Tesoro de Estados Unidos. Este diferencial (*spread*) se expresa en puntos base (pb), donde cada uno equivale a una centésima de un punto porcentual, por lo que 100 pb es igual a 1% y 1 000 a 10%. Si el EMBI+ es igual a 100, significa que el gobierno en cuestión paga un punto porcentual (1%) por encima del rendimiento de los bonos del tesoro de Estados Unidos.

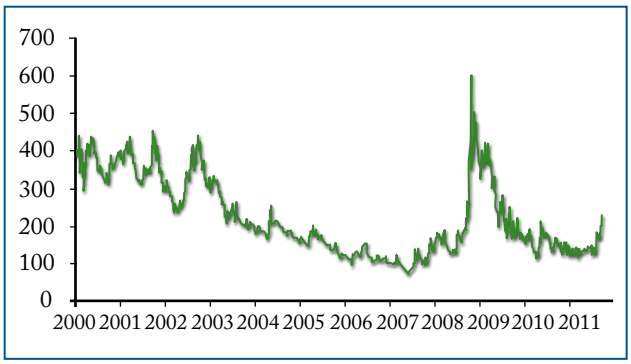
En principio, el mayor rendimiento que tiene un bono de mayor riesgo es una compensación por una mayor probabilidad de incumplimiento. En este sentido, en la medida en que los bonos más riesgosos pagan un interés más alto, el diferencial respecto a los bonos del tesoro de Estados Unidos será mayor y se obtiene una medición del riesgo-país. Si una nación anuncia una suspensión de pagos, el diferencial debería aumentarse de forma significativa. Por ejemplo, Argentina dejó de pagar su deuda entre el 2002 y el 2005 y el nivel de su índice llegó a rebasar los 7 mil puntos (ver gráfica 13.1).

DR © 2012. Instituto Nacional de Estadística y Geografía - http://www.inegi.org.mx/

Este libro forma parte del acervo de la Biblioteca Jurídica Virtual del Instituto de Investigaciones Jurídicas de la UNAM
www.juridicas.unam.mx http://biblio.juridicas.unam.mx/bjv Libro completo en: https://goo.gl/ZBLwiD

Gráfica 13.2

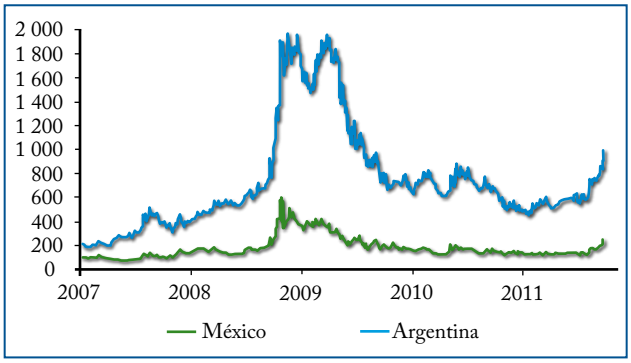
EMBI+ de México



Fuente: elaboración propia con datos de Bloomberg.

Gráfica 13.3

Percepción relativa de riesgo entre México y Argentina en el EMBI+



Fuente: elaboración propia con datos de Bloomberg.

Las tasas de interés que se utilizan para la construcción de los índices son los que resultan de las operaciones diarias de compra y venta en los mercados secundarios. En el momento en que se conoce una mala noticia de un país que pudiera incrementar la probabilidad de incumplimiento, el tenedor deberá vender a un precio más bajo (que implica una tasa de interés mayor). Por ello, es un reflejo de la percepción diaria de riesgo del mercado. Por ejemplo, cuando se anunció la quiebra de Lehman Brothers en septiembre del 2008, aumentó la percepción de riesgo para casi todos los países emergentes (ver gráfica 13.2 para el caso de México).

El EMBI+ es un índice que se construye mediante ponderadores que resultan del valor de capitalización en el mercado del instrumento bajo cuestión. Los ponderadores se ajustan una vez al mes con base en la información del último día hábil. Sólo se consideran emisiones con un valor inicial mínimo de 500 millones de dólares, un periodo mayor de dos años y medio a su vencimiento y alta flexibilidad para la compra-venta en mercados secundarios.

En 1994, JP Morgan creó un índice llamado EMBI (sin el +), que consideraba los bonos Brady denominados en dólares y otros bonos soberanos con reestructuraciones similares. El EMBI+ fue creado en 1995 (con datos desde el 31 de diciembre de 1993) para tener una referencia más amplia al incluir a los bonos globales y otra deuda voluntaria nueva emitida durante la década de los 90. Está compuesto por 109 instrumentos financieros de 19 países (en él, cada uno es tratado como un subíndice): Argentina, Brasil, Bulgaria, Colombia, Ecuador, Egipto, Malasia, México, Marruecos, Nigeria, Panamá, Perú, Filipinas, Polonia, Rusia, Sudáfrica, Turquía, Ucrania y Venezuela. Esto permite no sólo comparar a México con el índice total sino, también, con otras naciones emergentes.

Por ejemplo, cuando las economías emergentes vieron que la percepción de riesgo en los mercados aumentó en la crisis de 2008-2009, el de Argentina subió de manera significativa más que el de México por la mayor fragilidad

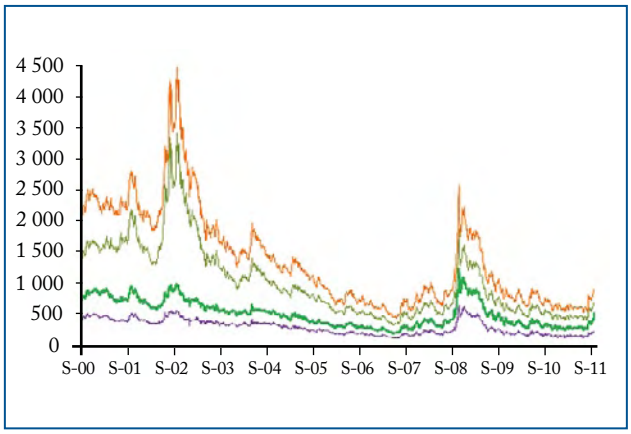
DR © 2012. Instituto Nacional de Estadística y Geografía - http://www.inegi.org.mx/

Este libro forma parte del acervo de la Biblioteca Jurídica Virtual del Instituto de Investigaciones Jurídicas de la UNAM
www.juridicas.unam.mx http://biblio.juridicas.unam.mx/bjv Libro completo en: https://goo.gl/ZBLwiD

de su economía y el antecedente de haber declarado una moratoria en el 2002 (ver gráfica 13.3). En su momento, el de México aumentó alrededor de 400 puntos, para después estar de nuevo por debajo de los 200 antes de que concluyera el 2009. En contraste, el de Argentina se incrementó casi 1,400 puntos, tardó más tiempo en bajar y nunca llegó a situarse en niveles similares anteriores a la crisis.

Gráfica 13.4

Percepción relativa de riesgo entre México, Panamá, Colombia y Brasil



Fuente: elaboración propia con datos de Bloomberg.

En general, este tipo de indicadores fluctúan mucho de día a día, pero se mantienen relativamente estables en tiempos normales ante la ausencia de noticias impactantes. Sin embargo, cuando aparecen rumores, malas noticias, choques severos o algún otro evento que pudiera implicar mayores riesgos de cualquier índole, refleja una mayor volatilidad. Es posible que uno de los usos más comunes es para comparar la evolución del índice de México respecto al de sus similares, es decir, otras economías emergentes con características macroeconómicas afines.

Por ejemplo, cuando estalló la crisis de deuda de Argentina a mediados del 2002, aumentó de forma considerable la percepción de riesgo en Brasil y Colombia, pero no en México o Panamá (ver gráfica 13.4). En cambio, del 2005 a la fecha existe una correlación más elevada entre los cuatro.

13.2 Agencias calificadores

Existen tres que se consideran como las más importantes a escala mundial y se conocen como las tres grandes (*the Big Three Credit Rating Agencies*). Hasta el 2003 eran las únicas que tenían el reconocimiento nacional NRSRO (*Nationally Recognized Statistical Rating Organization*) en Estados Unidos y todas cuentan con historias de más de 100 años. Aunque entre las tres controlan casi 95% del mercado, Moody's y Standard & Poor's (S&P) abarcan alrededor de 40% cada una, mientras que Fitch tiene el resto (15%). No obstante, estas cifras subestiman la importancia de las primeras dos, ya que la norma para los emisores de instrumentos de deuda es obtener calificaciones de estas dos y sólo voltear a Fitch si es que Moody's y S&P no coinciden en sus apreciaciones.

Estas empresas califican todo tipo de deuda. Sin embargo, las que interesan a los que analizan la situación macroeconómica del país son las que se llaman calificaciones soberanas y pertenecen a los instrumentos de deuda de largo plazo emitidos en dólares por el gobierno federal. Después de realizar un estudio exhaustivo de las características del instrumento y del emisor, las agencias otorgan una calificación mediante una escala que va de AAA a D (ver tabla 13.1).

DR © 2012. Instituto Nacional de Estadística y Geografía - http://www.inegi.org.mx/

Este libro forma parte del acervo de la Biblioteca Jurídica Virtual del Instituto de Investigaciones Jurídicas de la UNAM
www.juridicas.unam.mx http://biblio.juridicas.unam.mx/bjv Libro completo en: https://goo.gl/ZBLwiD

Cuadro 13.1

Escala de calificaciones de riesgo soberano de las agencias calificadoras

Moody's	S&P y Fitch	Significado
Aaa	AAA	Calificación más alta, capacidad en extremo fuerte de cumplir con compromisos financieros y ausencia de factores de riesgo.
Aa+	AA+	Capacidad muy fuerte de cumplir con compromisos financieros, difiere de la calificación AAA por muy poco y los riesgos son casi imperceptibles.
Aa	AA	Capacidad muy fuerte y riesgos muy bajos.
Aa-	AA-	Capacidad muy fuerte y riesgos moderados bajos.
A1	A+	Capacidad fuerte de cumplir y riesgo moderado mediano, pero ligeramente susceptible a condiciones económicas adversas.
A2	A	Capacidad fuerte de cumplir, riesgo moderado alto y un poco más susceptible a condiciones económicas adversas y cambios coyunturales.
A3	A-	Capacidad fuerte de cumplir, pero con riesgo moderado más alto y susceptible a cambios coyunturales y condiciones económicas adversas.
Baa1	BBB+	Capacidad adecuada de cumplir, pero con riesgos altos de debilitarse ante condiciones económicas adversas y cambios en la economía.
Baa2	BBB	Capacidad adecuada de cumplir, con riesgos más altos ante condiciones adversas.
Baa3	BBB-	Capacidad adecuada de cumplir, pero con altos riesgos, suficientes para ubicarlo como la calificación más baja dentro de la categoría de grado de inversión y en el umbral de grado especulativo.
Ba1	BB+	Calificación más alta dentro de la categoría de grado especulativo con capacidad variable de cumplir con compromisos financieros, riesgos altos e incertidumbres respecto a su exposición a condiciones adversas.
Ba2	BB	Capacidad variable de cumplir, riesgos altos crecientes y mayores Incertidumbres.
Ba3	BB-	Capacidad variable de cumplir, riesgos muy elevados y alta vulnerabilidad a condiciones adversas que no sólo podrían deteriorar su capacidad sino también su voluntad de pago.
B1	B+	Capacidad mínima de pago, muy especulativo, con alta vulnerabilidad, pero todavía trata de cumplir con obligaciones.
B2	B	Capacidad mínima de pago, más vulnerable y especulativo.
B3	B-	Capacidad mínima de pago, con probabilidad de que cualquier condición adversa deteriore su capacidad o voluntad de pago.
Caa1	CCC+	En extremo especulativo ante riesgos sustanciales y dependiente de condiciones favorables para cumplir con sus obligaciones.
Caa2	CCC	En extremo especulativo y con posibilidad cercana de anunciar una petición de bancarrota, aunque sigue cumpliendo con sus obligaciones.
Caa3	CCC-	En extremo especulativo y con perspectiva inminente de *default*.
Ca	CC	Situación de *default* parcial e indefinición.
	C	
C	D	En *default*

Fuente: elaboración propia con información de Moody´s,S&P, Fitch y otras fuentes. Nótese que existen diferencias en algunas condiciones entre calificadoras, en especial respecto a las calificaciones que empiezan con C.

DR © 2012. Instituto Nacional de Estadística y Geografía - http://www.inegi.org.mx/

Este libro forma parte del acervo de la Biblioteca Jurídica Virtual del Instituto de Investigaciones Jurídicas de la UNAM
www.juridicas.unam.mx http://biblio.juridicas.unam.mx/bjv Libro completo en: https://goo.gl/ZBLwiD

La calificación más alta es la de AAA y corresponde a un gobierno con una capacidad extremadamente fuerte de cumplir con sus compromisos financieros y una virtual ausencia de riesgos. Estados Unidos tiene esta calificación por parte de Moody's y Fitch, por lo que es el punto de referencia (*benchmark*).[372] Después van bajando las calificaciones hasta llegar a un umbral (entre Baa3/BBB- y Ba3/BB+), que es la separación de los denominados grados de inversión y los de especulación. Esta distinción es muy importante, ya que muchos fondos de inversión se comprometen a no comprar instrumentos considerados como especulativos. Incluso, en algunos casos por ley se prohíbe invertir en bonos que no tengan grado de inversión.[373]

¿Cuáles son los criterios para otorgar una calificación? Aunque varía un poco de una agencia a otra, básicamente se trata de evaluar todos los factores que pudieran incidir en la capacidad y voluntad de cumplir de manera cabal con todas las condiciones originales en la emisión del instrumento.

Algunas calificadoras tienen una metodología más estrecha, que se enfoca, sobre todo, en la capacidad de pago, mientras que otras incluyen criterios más amplios, cuya influencia es más subjetiva. De las tres, Moody's parece ser la más transparente. Su proceso analítico consta de tres pasos que terminan aprobándose por un comité.[374]

El primer paso busca medir la capacidad de recuperación de la economía (country economic resiliency) mediante la habilidad de absorber choques, en función de dos factores: las fortalezas tanto económica como institucional del país. El primer factor se captura mediante el PIB per cápita, que se considera como el mejor indicador de robustez económica y, a su vez, de la habilidad de absorber choques. El segundo se realiza mediante el estudio del marco institucional y de su gobernación para ver si conduce hacia el respeto de contratos. Para esto se analiza el respeto a los derechos de propiedad, transparencia, la eficacia y predictibilidad de la acción gubernamental y el grado de consenso sobre los objetivos claves de acción política.

El segundo paso se enfoca directamente en cuestiones de deuda mediante la fortaleza financiera del gobierno (factor tres) y la susceptibilidad a riesgos específicos (factor cuatro). El tres determina, primero, las obligaciones y la carga de la deuda y después, la habilidad del gobierno para movilizar recursos hacia su pago (aumentar impuestos, recortar gastos, vender activos, obtener divisas, etcétera.). El factor cuatro busca determinar si la situación de deuda peligra por la ocurrencia de eventos económicos, financieros o políticos.

La combinación de los dos primeros pasos ayuda a determinar los grados de robustez financiera y a refinar el posicionamiento del país en la escala de calificaciones. El tercer paso consiste en ajustar la capacidad de recuperación a la de robustez financiera para identificar la calificación final; su determinación se hace mediante

[372] S&P bajó la calificación de Estados Unidos de AAA a AA+ en agosto de 2011. No obstante, se sigue considerando como AAA dado que dos de las tres agencias le dan esa calificación.
[373] Por ejemplo, las inversiones de los fondos de pensión de las AFORES.
[374] Véase Moody's (2008)

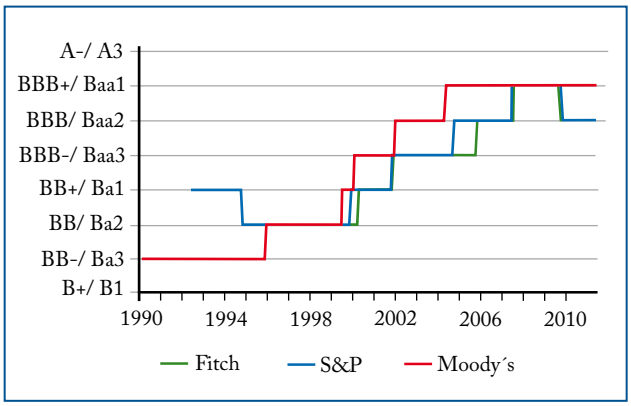
DR © 2012. Instituto Nacional de Estadística y Geografía - http://www.inegi.org.mx/

Este libro forma parte del acervo de la Biblioteca Jurídica Virtual del Instituto de Investigaciones Jurídicas de la UNAM
www.juridicas.unam.mx http://biblio.juridicas.unam.mx/bjv Libro completo en: https://goo.gl/ZBLwiD

una comparación de países pares (*peer comparison*) y la consideración de factores adicionales que, tal vez, no se capturaron de forma adecuada en los pasos anteriores.

Gráfica 13.5

Evolución de las calificaciones de riesgo soberano de México



Fuente: elaboración propia con datos de las calificadoras.

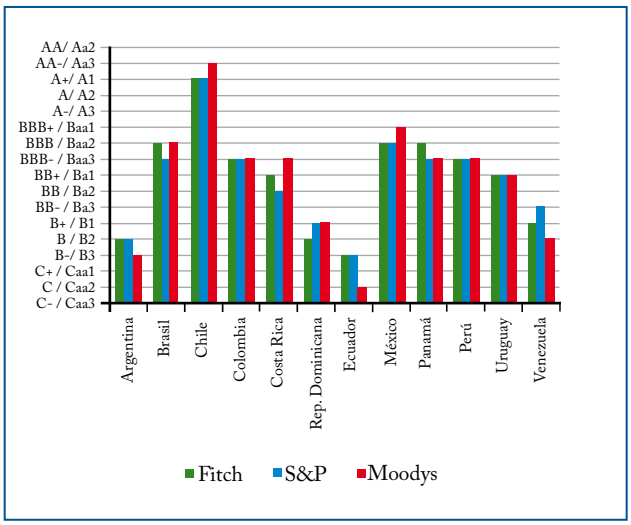
¿Cuál es la calificación de México? Moody's considera a México como Baa1, que es el tercer nivel dentro de la escala de grado de inversión, mientras que S&P y Fitch nos valora como BBB, que es un nivel debajo de Moody's. Ésta es la única que nunca le ha bajado la calificación a México, mientras que S&P lo ha hecho dos veces y Fitch una (ver gráfica 13.5). Dado que Moody's y S&P no tienen la misma opinión, se utiliza la de Fitch como arbitrio que, en este caso, coincide con S&P. Por lo mismo, el mercado considera a México como BBB.

De una muestra de 12 países latinoamericanos (ver gráfica 13.6), Moody's y S&P le otorgan la misma calificación a cinco (Colombia, República Dominicana, Panamá, Perú y Uruguay). Del resto, Moody's otorga una calificación más baja en tres casos (Argentina, Ecuador y Venezuela), mientras que S&P es más pesimista en cuatro (Brasil, Chile, Costa Rica y México). Existe unanimidad entre las agencias sólo en tres casos (Colombia, Perú y Uruguay). En los otros nueve, Fitch concuerda con S&P en cuatro (Argentina, Chile, Ecuador y México), con Moody's en uno (Brasil) y con ninguno en cuatro (Costa Rica, República Dominicana, Panamá y Venezuela).

De la gráfica 13.6, se desprende que el país mejor calificado de la región es Chile, seguido por México, Brasil, Panamá, Colombia y Perú. Estas seis naciones tienen grados de inversión, es decir, calificaciones de BBB-/

Gráfica 13.6

Comparación de calificaciones de riesgo soberano de las tres agencias



Fuente: elaboración propia con datos de las calificadoras.

DR © 2012. Instituto Nacional de Estadística y Geografía - http://www.inegi.org.mx/

Este libro forma parte del acervo de la Biblioteca Jurídica Virtual del Instituto de Investigaciones Jurídicas de la UNAM
www.juridicas.unam.mx http://biblio.juridicas.unam.mx/bjv Libro completo en: https://goo.gl/ZBLwiD

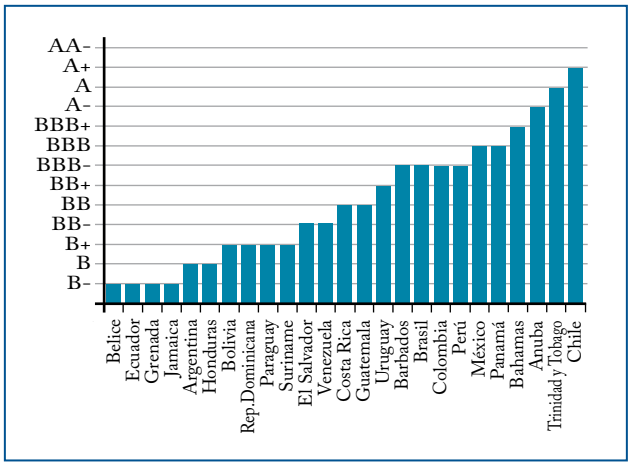
Baa3 o mayores. La diferencia máxima entre la más alta y la más baja es de dos escalones, situación que existe en tres países (Costa Rica, Ecuador y Venezuela). Por último, las naciones peor calificadas son Ecuador y Argentina, que dejaron de cumplir con sus obligaciones en algún momento dado.

Vale la pena mencionar que no todas las agencias les asignan calificaciones soberanas a todos los países. La de mayor cobertura en la región es S&P, quien califica a 25 naciones (ver gráfica 13.7). De esta muestra, 10 son de grado de inversión, mientras que 15 se consideran especulativos.

El objetivo de calificar a un país es brindar una idea de la capacidad estructural del gobierno y su entorno para enfrentar sus compromisos de pago. Dado que el énfasis es estructural o no coyuntural, las calificaciones no deben cambiar muy seguido. Si el indicador de mercado aumenta en un momento dado ante una coyuntura difícil, la calificación ya debería haber incorporado la habilidad del país para enfrentar condiciones económicas adversas o cambios coyunturales. En cambio, cuando una agencia decide retomar su estudio para evaluar las posibilidades de una nueva calificación, suelen cambiar su perspectiva, que se debe entender como la posibilidad de una futura modificación.

Gráfica 13.7

Calificaciones de riesgo soberano de S&P para países de América Latina



Fuente: elaboración propia con datos de S&P al 11 de agosto de 2011.

La perspectiva de las agencias tiene tres categorías, que son como adjetivos calificativos de las calificaciones: negativa (adelanta la posibilidad de que se puede reducir la calificación en un momento dado, o bien, de darse un cambio, sería hacia abajo), estable (significa que la agencia no tiene ninguna intención de reconsiderar la calificación) y positiva (estudia la posibilidad de mejorarla).

Cuando S&P le otorgó a México el valor de BBB+ en octubre de 2007, las tres agencias coincidían en cuanto a calificación y perspectiva (estable). Sin embargo, ante los acontecimientos de la crisis de 2008-2009, Fitch decidió cambiar la perspectiva a negativa en noviembre del 2008; justo un año después bajó la calificación a BBB y dejó la perspectiva en estable. S&P decidió poner al país en negativa en mayo del 2009 y siete meses más tarde, también le bajó la calificación y dejó la perspectiva en estable. En cambio, Moody's no ha cambiado ninguna de las dos desde enero de 2005, cuando lo subió de Baa2 a Baa1.

DR © 2012. Instituto Nacional de Estadística y Geografía - http://www.inegi.org.mx/

Este libro forma parte del acervo de la Biblioteca Jurídica Virtual del Instituto de Investigaciones Jurídicas de la UNAM
www.juridicas.unam.mx http://biblio.juridicas.unam.mx/bjv Libro completo en: https://goo.gl/ZBLwiD

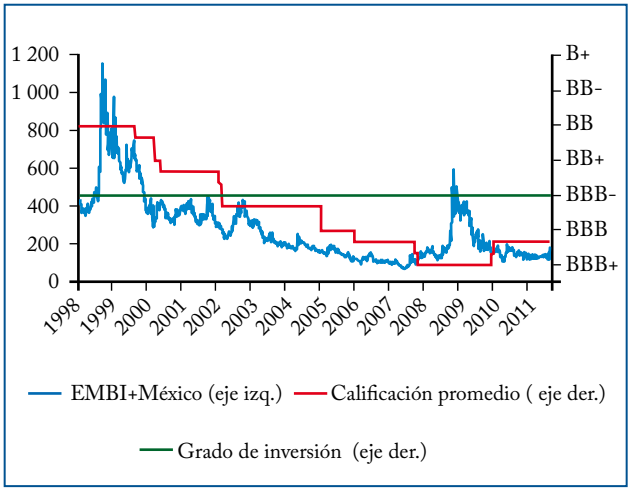
13.3 Relación entre ambos indicadores

Existe cierta consistencia entre el valor promedio del EMBI para cada nación y su calificación otorgada por las agencias calificadoras. Algunas veces, el mercado puede llegar a pensar que el riesgo implícito en el bono de cierto país es menor a su calificación en un momento dado. Cuando esto sucede se dice que el mercado percibe que en un futuro cercano una o varias agencias pueden cambiar la calificación. Es muy inusual que el indicador de mercado muestre un comportamiento por mucho tiempo muy diferente al rango promedio que se identifica con su calificación, por lo que uno de los dos eventualmente se ajusta, ya sea que el mercado regrese a un nivel consistente con la calificación, o bien, que las agencias revisen su veredicto.

Como se puede apreciar en la gráfica 13.8, cuando México tenía una calificación de BB/Ba2, los niveles de su EMBI+ eran mucho más elevados: fluctuaban dentro de un rango de 600 a mil puntos y, en la crisis de Rusia de 1998, llegaron a superar los mil puntos. A partir del 2000, cuando México mostró una mejoría macroeconómica y superó la posibilidad de una nueva crisis sexenal, no sólo registraba niveles en el EMBI+ más bajos, sino que también obtuvo mejorías en sus calificaciones.

Gráfica 13.8

EMBI y calificaciones de riesgo soberana para México



Fuente: elaboración propia con datos de Bloomberg y las agencias calificadoras.

DR © 2012. Instituto Nacional de Estadística y Geografía - http://www.inegi.org.mx/