

Venezuela:

Riesgo país

AURELIANO FERNÁNDEZ

Las recientes informaciones sobre riesgo país en Venezuela, han despertado el interés de la opinión pública sobre este tema. La degradación de la calificación soberana por la agencia FitchRatings y el cambio de "Outlook" de estable a negativo por Moodys, ha provocado que distintas personalidades se manifiesten al respecto y declaren sobre las posibles causas de estos acontecimientos. Algunos dicen que se debe a las tensiones políticas, a la caída vertiginosa de las reservas, expectativas de precios petroleros o incluso hasta por la imagen del país en el exterior.

Para determinar cuáles podrían ser las posibles causas, es necesario conocer primero qué es el riesgo país, cómo se observa, y cuáles son los aspectos que analiza el mercado y las agencias internacionales calificadoras de riesgo.

¿Qué es el riesgo país?

Se asocia con la posibilidad de que un Estado no tenga la capacidad o voluntad para cumplir con sus obligaciones financieras. Su asociación con el Estado se debe principalmente a que éste tiende a establecer un límite inferior, en cuanto a la percepción de riesgo, al resto de la economía. Por lo general, la calificación de riesgo de un Estado es el mejor rating que pudiera obtener cualquier ente que se encuentre sujeto a su soberanía y es lo que se denomina "Techo Soberano" (*Sovereign Ceiling*).

Comúnmente el riesgo país se puede observar de dos maneras. La primera a través del diferencial entre el rendimiento de un bono soberano y el de un instrumento libre de riesgo que posea características similares. Por ejemplo, la diferencia de rendimientos entre el Bono Global 27 de la República Bolivariana de Venezuela y el Bono del Tesoro Americano con vencimiento a 30 años. La otra vía es a través de las opiniones realizadas por distintas firmas de banca de inversión o de agencias calificadoras de riesgo, que por lo general son resumidas y reflejadas mediante un símbolo con determinado valor dentro de una escala, denominado *rating*.

¿Quiénes son las Agencias Calificadoras?

Las Agencias calificadoras tradicionales y de mayor prestigio son Standard & Poor's (S&P) y Moody's, antes en segundo nivel estaban IBCA y Duff & Phelps. En una posición menor se encontraban FITCH y Thomson Financial BankWatch. FITCH, IBCA y Duff & Phelps se fusionaron en el año 2000 y unos meses después adquirieron a Thomson Financial BankWatch. Actualmente, están consolidadas en una sola agencia bajo el nombre de FitchRatings, la cual tiene tanto prestigio como las agencias S&P y Moody's.

Determinación del Rating

En las evaluaciones que realizan las distintas agencias calificadoras se consideran aspectos cuantitativos y cualitativos. En los aspectos cuantitativos se analizan datos e índices que

muestran el desempeño económico y financiero del pasado con ciertas proyecciones a futuro. Sin embargo, la interpretación de estos índices ameritan el juicio por parte de los analistas de las agencias calificadoras. Por tanto, en el momento en que se juzga la capacidad de cumplir con las obligaciones futuras, se entra inevitablemente en dimensiones cualitativas. Esto no sucede únicamente en la interpretación de los resultados, sino también cuando se juzga la voluntad de un gobierno para cumplir con sus obligaciones, ya que al ser la máxima autoridad de un país puede incluso hasta decidir qué obligaciones cumple y cuáles no, a pesar de tener suficientes recursos para hacerlo debidamente. Éste es un aspecto cualitativo del riesgo soberano que lo distingue de otro tipo de emisores, ya que los demás están sujetos a medidas establecidas por la ley, como por ejemplo embargos y quiebras, mientras que un Estado no puede ser embargado ni declararse en quiebra; no obstante, los incentivos para un Estado de no pagar sus deudas cada vez son menores, ya que la globalización añade ventajas al perseguir estrategias de economías libres, pero aumenta los costos de oportunidad de consolidar autarquías. Si un país entra en "default", no sólo daña relaciones con alguna institución específica, sino que contagia a todas las demás, y cuando necesite financiamiento, el mercado lo castigará imponiéndole mayores costos o restringiendo recursos.

De lo anterior, se infiere la importancia de que un gobierno colabore en los procesos de evaluación, ya que es un punto a observar por parte de los analistas al determinar la voluntad de pago.

Las agencias han reconocido públicamente que el "rating" soberano que establecen depende más del arte de la economía política que de las ciencias econométricas. Confían más en el juicio de sus analistas sobre la durabilidad de políticas y la valoración de los gobernantes, así como en sus apreciaciones del potencial de exportación que puede tener una nación.

El proceso de calificación comienza con entrevistas a personas representantes del gobierno, de la oposición y de diversos sectores socio-económicos para poder obtener una visión amplia de los problemas y bondades

que sobrevienen al país. Se revisan los indicadores tradicionales como deuda sobre exportaciones y deuda sobre PIB. De igual manera, se evalúa el crecimiento y niveles de la calidad de vida, ambos son medida del dinamismo de la economía y de la habilidad del gobierno para hacer sacrificios cuando son necesarios. En cuanto a la política fiscal, se evalúa si existe realmente un patrón de déficit fiscal compatible con el desarrollo de país, lo que usualmente implica un cociente deuda pública entre PIB estable. Se recompensa fuertemente la coherencia política y no la mera estabilización, sino la estabilización con el objetivo de mejorar las características estructurales de la economía. Las políticas estructurales son consideradas como componente esencial para el crecimiento económico de largo plazo. También se evalúa la capacidad de los funcionarios del gobierno en manejar correctamente el endeudamiento externo y la experiencia pasada en

el manejo de crisis de liquidez. Se considera importante el acceso que tiene el país a los mercados internacionales para refinanciar deuda.

Un sólido crecimiento, diversificación y competitividad en el sector de bienes transables indica la capacidad de generar divisas. Se observa qué tan abierta está la economía a tendencias e innovaciones internacionales, así como a la inversión extranjera y el trato que se le da a la misma. El nivel de inversión como proporción del PIB es signo de salud y vitalidad y se busca examinar qué tanto de esta inversión es realizada en sectores que ayuden a crear o ahorrar divisas.

Uno de los puntos que más relevancia tiene en los análisis de las agencias calificadoras, es la capacidad que tienen los países de soportar o amortiguar shocks económicos, para lo cual se hacen análisis de sensibilidad y se crean escenarios extremos para determinar qué tan sólida y flexible puede

ser una economía para enfrentar situaciones inesperadas. Otro aspecto de relevancia es la flexibilidad del mercado laboral para atenuar estos shocks.

Adicionalmente, se considera la tasa de natalidad, la distribución por edades de la población, diferencias en la productividad entre sectores económicos, el grado de urbanismo, y la eficiencia del sistema educativo.

En cuanto al ámbito político, se evalúa la durabilidad y estabilidad del sistema, evitando hacer juicios de valor sobre el tipo de gobierno. Se considera la existencia de tensiones políticas y sociales cuyo origen puede ser económico, social, étnico o religioso. Otro factor que se evalúa es la capacidad que tienen los líderes en conseguir apoyo popular a sus medidas, incluso si éstas no son populares, y de comunicar a la sociedad los problemas y objetivos del gobierno.

Se puede concluir que, desde el punto de vista de las calificadoras de riesgo, es menester la toma de decisiones bajo perspectivas de largo plazo, y adoptar políticas de orden estructural más que coyuntural, creando adicionalmente un ambiente de confianza y transparencia que permita el libre desenvolvimiento de los agentes económicos bajo condiciones de estabilidad. Sólo así se podrá generar la credibilidad necesaria en la capacidad y voluntad de un país para cumplir con sus compromisos y de este modo mejorar su perfil de riesgo, lo cual se traduce en un mejor y mayor acceso a los mercados financieros internacionales.

Calificación de riesgo en base a FitchRatings

Grado de Inversión

AAA	Mejor y más alta calidad crediticia Denota la menor expectativa de riesgo de crédito. Son asignados sólo en caso de excepcional fortaleza para el debido cumplimiento de compromisos financieros.
AA	Muy alta calidad crediticia Refleja muy poca expectativa de riesgo de crédito. Indican una muy fuerte capacidad para cumplir con compromisos financieros
A	Alta calidad crediticia Refleja poca expectativa de riesgo de crédito, señalan una fuerte capacidad para cumplir con compromisos financieros
BBB	Buena calidad crediticia Indica que existe una baja expectativa de riesgo de crédito. La capacidad para cumplir con obligaciones financieras se considera adecuada. Sin embargo, cambios adversos en el entorno y en las condiciones económicas pudieran afectar negativamente ésta

Grado Especulativo

BB	Especulativo Señala que existe la posibilidad de desarrollar un mayor riesgo de crédito si cambian adversamente las condiciones económicas en el tiempo. Sin embargo, alternativas financieras podrían estar disponible para cumplir los compromisos.
B	Muy especulativo Denota que un significativo riesgo de crédito está presente. Los compromisos financieros corrientes pueden ser cumplidos, pero la continuidad de los pagos dependerá de la sostenibilidad de un ambiente económico favorable.
CCC CC C	Alto Riesgo de incumplimiento El incumplimiento es una posibilidad real. La capacidad para cumplir con los compromisos financieros depende de la existencia de un ambiente económico favorable. CC indica que el incumplimiento es muy probable y C que es inminente.
DDD DD D	Incumplimiento Indica el incumplimiento de algunos o todos los compromisos financieros. DDD indica que hay posibilidad de recuperar entre el 90%-100% del capital e interés acumulado, DD entre 50%-90% y D menos que el 50%.

Los sufijos +/- (1,2,3 en Moodys), indican el status relativo dentro de cada categoría. Estos no se aplican a la categoría AAA ni aquellas que estén por debajo de CCC

AURELIANO FERNÁNDEZ

ECONOMISTA

Referencias:

"El Riesgo-País y sus Determinantes",
Cuadernos BCV, Serie Técnica,
Marzo 2000

"FITCH Sovereign Ratings",
FitchRatings. Rating Methodology,
Agosto 1998.

"Sovereign Credit Ratings: A Primer",
Standard & Poor's, Rating
Methodology, Diciembre 1998

"Moody's Sovereign Ratings: A Rating Guide",
Moody's. Rating Methodology, Marzo
1999.