El riesgo país: métodos de evaluación y disminución para bancos y empresas

Luigi Ruggerone

Luigi Ruggerone es responsable del área de Country Risk, Banca Intesa y Profesor de Economía Monetaria de la Universidad de Bologna y de Economía Internacional de la Universidad Católica de Milán.

Agradezco a Vittorio Conti, Mauro Maccarinelli y Cino Molajoni por las estimulantes discusiones que he tenido con ellos sobre estos temas. El contenido del trabajo es responsabilidad del autor y no compromete en absoluto a "Banca Intesa".

Cada vez que una empresa o un banco efectúa *un negocio* con una contraparte radicada en un país extranjero se genera potencialmente un riesgo país como agregado al riesgo de contraparte. Este paper analiza el concepto de riesgo país, los métodos para su evaluación, y los principales instrumentos financieros con que cuentan los bancos y las empresas para su reducción.

En general, el riesgo país se produce cuando en un país extranjero algún evento influye en forma negativa sobre la voluntad o capacidad de los deudores privados o públicos, de pagar sus deudas internacionales al vencimiento preestablecido. Según esta definición, el riesgo país se puede dividir en dos componentes fundamentales: el riesgo directo, determinado por todas aquellas causas que pueden impactar directamente sobre la capacidad del deudor para honrar sus compromisos actuando sobre su propia capacidad de generar ingresos en divisa; y el indirecto, constituido por factores locales de riesgo (calamidades naturales, riesgos socio políticos y de la política económica).

Respecto a la metodología para la evaluación y seguimiento del riesgo país, el autor analiza el enfoque de los modelos cuali-cuantitativos, que constituyen la base para la asignación de ratings país o contraparte a la cual está ligada una probabilidad de default. Luego de marcar los límites de esta metodología, el autor analiza el uso de medidas alternativas de las probabilidades de default calculadas implícitamente por los precios expresados por el mercado *(spread)*.

Finalmente, el autor analiza tres de los instrumentos más eficaces disponibles para la cobertura del riesgo país, tanto para el que otorga el préstamo, como para el que lo solicita y quizás esté localizado en un país considerado de riesgo. En particular se analizan: los *credit default swaps* (CDS), los *B-Loans* de las instituciones multilaterales y los *Cross-border future flows securitisations* (CFFS).

Introducción y algunas definiciones

Cada vez que una empresa o un banco efectúa *un negocio* con una contraparte radicada en un país extranjero se genera potencialmente un riesgo país como agregado al riesgo de contraparte[1]. Hasta hace muy pocos años, antes del 11 de setiembre de 2001, se pensaba que algunos países estaban excluídos de aquellos países de riesgo y por lo tanto, la expresión *país extranjero* de la frase anterior hubiera estado representada probablemente por la expresión *país de riesgo*. En la actualidad ya no es así. El ataque a las torres gemelas de New York nos ha enseñado, además de muchísimas otras cosas, que desde el punto de vista del *Country Risk Manager*, ningún país puede ser considerado exento de riesgo y que también los países económica y socialmente avanzados pueden ser teatro de eventos que paralizan, quizás temporariamente, la vida económico-financiera o el sistema de pagos de un país.

[1] *Ese riesgo es el que se corre por el simple hecho de negociar con esa contraparte, independientemente de su posición geográfica o de su sector económico de pertenencia.*

En general el riesgo país es el que se produce cuando en un país extranjero algún evento influye en forma negativa sobre la **voluntad** o **capacidad** de los deudores privados o públicos, de pagar sus deudas internacionales al vencimiento preestablecido. Según esta definición, el riesgo país se puede dividir en dos componentes fundamentales: el riesgo de transferencia o soberano (según se trate de un deudor privado o de un ente estatal) y los factores locales de riesgo. Cada una de las dos tipologías de riesgo pueden ser consideradas un factor de riesgo directo, mientras que los factores locales de riesgo pertenecen a la categoría de los riesgos indirectos.

Es decir, que en forma esquemática, la definición sería :

	Riesgo directo	Riesgo indirecto
Contraparte privada	Riesgo de transferencia	Factores locales de riesgo
Contraparte pública (Estado)	Riesgo soberano	Factores locales de riesgo

Factores directos e indirectos de riesgo

La categoría de los factores locales de riesgo es indudablemente la más rica e interesante por su complejidad, que no puede limitarse solamente a los rígidos modelos cuantitativos, y en cambio debe ser analizada con la experiencia y la sensibilidad del analista. En este breve trabajo, lo más razonable es tratar de hacer una lista, por cierto no exhaustiva, de los factores de riesgo que, con todo derecho, pueden pertenecer a esta categoría. Pertenecen a esta categoría los factores de riesgo de calamidad natural, por ejemplo los ligados a las actividades sísmicas, volcánicas o climáticas, típicas de algunas partes del mundo –pensemos en Turquía, Japón, California y en algunas regiones italianas, como así también en la India y Paquistán– que pueden comprometer la capacidad productiva de regiones enteras con efectos devastadores sobre la población y sobre la riqueza presente y futura de naciones enteras. A esta lista de factores locales de riesgo pertenecen también los riesgos socio-políticos que tienen su origen en grupos de protesta y que abarcan a todas aquellas acciones que pueden causar daño a la capacidad del país o de una empresa para producir riqueza. Estas protestas toman a veces la forma de guerrilla organizada –por ejemplo la FARC en Colombia– o se manifiestan como ataques aislados a unidades productivas bien individualizadas –por ejemplo los asaltos a McDonald's en Francia efectuados por los trabajadores del sector agrícola–. También los riesgos ligados a decisiones de política económica, como por ejemplo el régimen cambiario adoptado por las autoridades monetarias o la política con respecto a los acuerdos

comerciales y tarifarios con otros países, pueden configurarse como factores locales de riesgo aún si su análisis y evaluación esté probablemente menos lejos de aquella típicamente cuantitativa utilizada por los clásicos riesgos de insolvencia[2]. De hecho, los efectos de las elecciones de política económica o comercial repercuten con frecuencia directamente sobre algunas variables macroeconómicas y financieras que miden la capacidad de un país o de una empresa de generar los recursos necesarios para honrar sus compromisos con los acreedores.

A diferencia de los factores indirectos de riesgo, que son los más variados, los riesgos directos están constituidos por todas aquellas causas que pueden impactar directamente sobre la capacidad del deudor para honrar sus compromisos actuando sobre su propia capacidad de generar ingresos en divisa, utilizables para el pago de las cédulas y la restitución del capital al vencimiento fijado. La aparente simplicidad y linealidad de esta definición no debe llamarnos a engaño. Con la amplia literatura en materia[3] de *country risk* y crisis deudoras no se ha esclarecido aún de manera unívoca, si y cómo discriminar entre crisis de sustentabilidad de la deuda y crisis de iliquidez, ni está claro, por otro lado, de acuerdo con la evidencia empírica disponible, si y en qué forma los aspectos políticos y de *governance* impactan sobre la probabilidad de *default* o de crisis de un país[4]. Más allá de las dificultades teóricas y empíricas, de incluir las crisis deudoras en esquemas precisos[5], la necesidad de producir indicadores de riesgo país, funcionales a las operaciones de empresas y bancos que trabajan con clientela e instituciones fuera de los límites nacionales, ha llevado a la formación de modelos cuali-cuantitativos que constituyen la base de la asignación de *ratings* país o contraparte a la cual está ligada una probabilidad de *default*.

La evaluación y medición de los factores directos del riesgo país

Entre los principales y más difundidos métodos de evaluación del riesgo país está indudablemente el análisis macroeconómico de los indicadores de bienestar, crecimiento, desarrollo, de deudores, liquidez e insolvencia. El análisis de estos indicadores y su combinación en un modelo cuali-cuantitativo junto con las variables políticas, conducen típicamente a la formación de un rating país sobre el modelo de aquellos formados por las principales sociedades que asignan a los países y a las emisiones soberanas de los países un indicador del mérito de crédito[6]. Este acercamiento es conveniente bajo distintos puntos de vista. Ante todo, las principales variables macroeconómicas que constituyen por lo menos en gran parte la solidez económico-financiera de un país no son muchas[7] y se pueden hallar fácilmente tanto en fuentes oficiales como en instituciones privadas, además, expresando el rating de un país en la escala de Moody's o Standard & Poors, es posible utilizar las matrices de transición[8] publicadas normalmente por ellos y que sirven para individualizar, para cada una de las clases de *rating*, la probabilidad de ir hacia un *rating* inferior o de caer en *default* en un horizonte de tiempo preestablecido. El revés de la medalla consiste en que, en especial para los países soberanos –por el puro riesgo país– las series históricas con respecto a la emigración de una clase de rating a la otra y a los casos de default son relativamente breves y por lo tanto desde el punto de vista estadístico podrían no tener una gran solidez. Aún con estos *caveats*, un estudio reciente de Moody's[9] subraya cómo el comportamiento de los soberanos, en términos de probabilidades de variación de *rating* y de *default*, en el período de tiempo comprendido entre 1985 y 2002 ha sido muy similar al de las *corporates* para las cuales las series históricas han sido estadísticamente más significativas.

[2] *Estos son los riesgos que se materializan cuando, por ejemplo la conducta de política económica de un gobierno es tal que provoca un desequilibrio en las finanzas públicas o en la posición deudora insostenible. Nótese además, que junto con la insolvencia provocada por la incapacidad de pagar, existe otra provocada por la voluntad de no pagar.*

[3] *Véase por ejemplo el trabajo actual de Manasse, P., Roubini, N. y Schimmelpfenning, A. (2003) y la abundante bibliografía citada en esa obra.*

[4] *Al respecto véase por ejemplo los trabajos empíricos de Brewer, T. y Rivoli, P. (1990 y 1997), mientras que para un modelo teórico se puede hacer referencia a Femminis, G. y Ruggerone, L. (2001). En todos estos trabajos surge un informe no monótono entre factores políticos y riesgo país.*

[5] *Esta dificultad surge del hecho de que toda crisis financiera en sentido amplio (crisis deudora o cambiaria) constituye historia por sí misma. La evolución de cada crisis y su solución, está ligada, como enseña la historia reciente de la Argentina, a varios factores: la masa y la estructura de la deuda, la tipología de los acreedores, la coyuntura internacional y el comportamiento de las Instituciones Multilaterales.*

[6] *Para una descripción de los ratings y de las probabilidades de default véase el Apéndice.*

[7] *Cantor, R. y Packer, F. (1996) encuentran que sólo con 8 variables explicativas de tipo macroeconómico es posible explicar el 90% de la variabilidad del* rating *de las principales agencias.*

[8] *Véase el Apéndice.*

[9] *Véase Moodys' (2003).*

Si bien el uso de este acercamiento que lleva a la formación de un *rating* y a la respectiva probabilidad de *default* es muy difundido y se ha demostrado eficaz en muchas ocasiones, es aún insuficiente y no puede ser el único instrumento que las empresas y los bancos utilizan para la evaluación del riesgo país. Más allá de los límites objetivos expuestos, por ejemplo durante la crisis asiática, aún cuando los *ratings* soberanos no lograron capturar en forma inmediata el deterioro del mérito de crédito de algunos países y de muchas *corporates*, existe también el hecho de que bancos y empresas deben confrontarse con el mercado, que a través de los precios y las cotizaciones expresa su propia opinión acerca del mayor o menor riesgo de éste o aquel tomador. Justamente la necesidad de tomar en cuenta la opinión del mercado, que a menudo difiere por las razones más diversas[10] de la opinión que los modelos teóricos tienen acerca del mérito de crédito de un tomador, lleva al uso de medidas alternativas de las probabilidades de *default* calculadas implícitamente por los precios expresados por el mercado. En el ámbito del *country risk* el instrumento principal para medir esta probabilidad de default implícita en los precios de mercado es el diferencial del rendimiento *(spread)* entre una obligación considerada riesgosa y otra sin riesgo, especialmente un título del Tesoro americano o europeo con *duration* que puede compararse a la del título riesgoso que se está considerando.

[10] *Liquidez*, sentiment *de mercado, etc.*

En efecto, desde el punto de vista formal, el valor de dos obligaciones con vencimiento a T años, una sin riesgo y otra con riesgo respectivamente, está dado por:

$$100\, e^{-YF(T)T}$$
$$100\, e^{-Y(T)T}$$

donde YF(T) y Y(T) son, respectivamente, el rendimiento de la obligación *zero coupon* sin riesgo y con riesgo con vencimiento a T años.

Indicando con p la probabilidad (desconocida) de *default* en el horizonte temporal que corresponde a la vida residual del título en examen, con x el valor de rescate *(recovery rate)* de la obligación en el caso de *default*, para un individuo neutral con respecto al riesgo es válida la siguiente ecuación de equilibrio:

$$p(x100\, e^{-Y(T)T})+(1-p)\ 100\, e^{-Y(T)T}=100\, e^{-YF(T)T}$$

De esta condición de equilibrio con simples manipulaciones algebraicas, es posible obtener una ecuación que describe la probabilidad de *default*[11]:

$$p=[1-e^{-(Y(T)T-\ YF(T)T)}]/(1-x)$$

[11] *Esta ecuación significa sustancialmente que, para inducir a un inversionista a la adquisición de una obligación de riesgo (que puede con cierta probabilidad no pagar en su totalidad el capital invertido o las cédulas prometidas), en lugar de una obligación del Tesoro americano, es necesario ofrecerle un rendimiento (prima) que deberá ser tanto más alto cuanto mayor es la probabilidad de* default *dado el valor de rescate.*

Nótese que el exponente no es otra cosa que el diferencial de rendimiento *(spread)* entre las dos obligaciones, por lo tanto, haciendo una hipótesis sobre el valor de rescate *(x)* en caso de *default*, es posible calcular, a través del *spread*, la probabilidad de *default* implícita en los precios que los operadores practican en el mercado secundario de los títulos soberanos. Esta fórmula es extremadamente cómoda y fácil de usar. En efecto, los títulos de la deuda soberana de los países emergentes son habitualmente cotizados en el mercado bajo la forma de diferencial de rendimiento respecto de los correspondientes títulos americanos o europeos exentos de riesgo, entonces el diferencial de rendimiento es un elemento de nuestra ecuación fácil de hallar por los datos de mercado. El límite principal de esta estimación de la probabilidad de *default* obtenida en forma implícita por los cursos del mercado es doble. Por un lado existe un gran número de países emergentes que no han emitido *tranches* significativas de deudas sobre los mercados , y aún si fueran cotizadas, no son líquidos; por otro lado, el resultado de estimación de p depende en mayor medida de la elección de x. En efecto, como se puede notar por un simple

Probabilidad (estimada) de default en la Argentina



control de la ecuación que describe p, a igualdad de todo el resto, un valor más elevado del *recovery rate (x)* conlleva un denominador más chico y por consiguiente una probabilidad de *default* implícita más elevada. De todas maneras, si no se desea complicar excesivamente el ejercicio, pero sí se quiere utilizar un valor significativo del *recovery rate* es posible remontarse a la historia pasada de los defaults soberanos. Ésta nos enseña que históricamente, cuando hubo un *default*, el valor de rescate de los *bonds* sujetos a *default* estuvo siempre comprendido entre un mínimo de 18% para Rusia y un máximo de 69% para Ucrania. Entonces, una estimación –como la del *gráfico 1*– de la probabilidad de *default* basada sobre un *recovery rate* del 20% es ciertamente defendible[12].

A pesar de la simplicidad y la eficacia de esta estimación de la probabilidad de *default* implícita en las cotizaciones de mercado, también este acercamiento presenta algunos límites. Además del hecho de que no todos los países emergentes son también emisores de deuda, debe destacarse cómo las crisis deudoras o financieras en general de los países soberanos están con frecuencia incluidas o íntimamente conectadas a crisis de otros sectores, como por ejemplo al sector bancario doméstico[13] que figura casi siempre entre los principales acreedores del país en dificultad. Los análisis y métodos de evaluación del riesgo soberano hasta ahora descriptos se basan, todos ellos, sobre análisis de los flujos (presentes y futuros) de los ingresos y egresos de las cajas de un país, para individualizar una posible situación de la insustentabilidad del desequilibrio entre ingresos y egresos que puede llevar al default o a la crisis financiera. En el ámbito de la evaluación del riesgo soberano juegan también un rol importante otros elementos: la existencia de garantías explícitas o implícitas del Estado[14], la utilización del sector bancario doméstico para financiar grupos industriales locales y sostener el crecimiento y el empleo o más simplemente para favorecer la elite[15], el mantenimiento, más allá de todo límite razonable, de un régimen de cambio tipo *currency board agreement*, que de hecho, a través del compromiso de cambiar la divisa doméstica por dólares a una tasa de cambio fijo, confiere a todos los tenedores de moneda local circulante una opción *call* –es decir el derecho de adquirir, a un precio determinado, un cierto, muy bien individualizado activo financiero– sobre las reservas en divisas del país (es el caso de Argentina). Estas interacciones no lineales entre activo y pasivo del Estado, del Banco Central, del sector bancario y de muchos otros agentes económicos, que contribuyen a crear ulteriores elementos de riesgo soberano, no pueden ser analizadas exclusivamente con los flujos presentes y futuros de los ingresos y egresos públicos. Por este motivo, Bodie, Gray y Merton (2002) proponen un modelo de evaluación y gestión de los riesgos macroeconómicos y financieros basado en el análisis de los eventuales contratos y en la teoría

[12] *No debería sorprender que desde octubre de 2001, la probabilidad de* default *implícita en los precios es superior a 1, visto que no sólo hubo un* default *a fines de ese año, pero en el momento que esto se escribe hace muy pocos días ha habido una propuesta preliminar de reestructuración de la deuda externa del país que prevé un* recovery rate *del 25%. La sustancial estabilidad de la probabilidad de* default*, consecuencia de una sustancial estabilidad del* spread*, podría significar que en esta larga fase de incertidumbre los participantes del mercado están apostando no sobre la probabilidad de default, –que es 1– sino sobre el efectivo valor de rescate* post-default *(la x de nuestra operación).*

[13] *Para un análisis riguroso de estos vínculos véase Kaminsky, G. y Reinhart, C. (1999).*

[14] *Piénsese, por ejemplo, en las adquisiciones accionarias por parte de la mano pública japonesa y por Hong Kong para sostener el curso de los títulos e impedir la quiebra de algunos* assets *que habrían podido llevar a la ruina al sector bancario.*

[15] *Al respecto, se piensa inmediatamente en el caso de Corea, Indonesia y Rusia.*

de las opciones que representa, en este momento, la frontera más avanzada en la literatura sobre el riesgo soberano y que permite *capturar* muchas de estas relaciones no lineales. La idea base de este tipo de literatura es que cuando el valor del activo del deudor –ya sea una empresa o un país– se acerca o baja del límite preestablecido *(default barrier)* calculado a través del precio de opciones *put* y *call*, se tiene respectivamente un aumento de probabilidad de *default* o un *default* verdadero. El nivel de este *default barrier* no sólo depende del valor y de la **volatilidad** del valor de los *assets* del deudor que a su vez interactúan en forma no lineal, con el valor de los *assets* y de las *liabilities* del gobierno y de los bancos[16]. Este implante teórico trata pues de ir más allá del clásico modelo macroeconómico que constituye la base de los *ratings* y capturar algunos de aquellos elementos de interacción y de no linealidad que parecen haber caracterizado las más recientes crisis soberanas. A título de ejemplo, piénsese en una situación similar a la de Argentina, antes de enero de 2002, donde gracias a un cierto grado de credibilidad, el Banco Central se compromete a cambiar en todo momento, a una tasa de cambio preestablecido –por ejemplo: 1 a 1– la divisa local en dólares estadounidenses. La existencia de este suficiente grado de credibilidad asegura que los pasivos potenciales del Banco Central, medidos por la cantidad de divisa doméstica circulante, es decir de las opciones *call* en poder de los ahorristas sobre las reservas de divisa del país, son garantizados por las reservas efectivas en las arcas del Banco Central suficientes para cubrir, no la totalidad del circulante y de los depósitos, sino más bien un agregado monetario más restringido.

[16] *Para un análisis más riguroso y profundo véase Bodie, Gray y Merton (2002).*

Sin embargo, con la disminución o aún peor, con la pérdida de la credibilidad del público respecto del Banco Central, o de la capacidad de las autoridades para mantener el compromiso asumido del tipo de cambio, el ejercicio inmediato y contemporáneo de todas las opciones *call* en mano de los ahorristas aumenta, en un modo mucho más que lineal, el valor del pasivo del Banco Central y disminuye más que proporcionalmente el valor de sus activos hasta llegar a la bancarrota. Por lo tanto el valor de estas opciones *call* es muy alto cuando el sistema es creíble y casi nadie las ejerce, pero se vuelve mucho más bajo cuando no existe credibilidad. De la misma manera, las actividades del Banco Central como garantía de la paridad del cambio tiene mucho valor cuando los ciudadanos creen en las instituciones, pero su valor se puede volver dramáticamente insuficiente en otros países del mundo donde la credibilidad en las instituciones es muy bajo.

Algunos instrumentos para reducir el riesgo soberano

El desarrollo de la investigación teórica y empírica sobre los modelos de análisis y evaluación del riesgo soberano y sobre las posibilidades de prever el estallido de las crisis ha marchado paralelamente a la búsqueda y a la estructuración de nuevos y más sofisticados instrumentos para la cobertura de los factores directos de riesgo que concurren a determinar, como se ha visto, una parte del riesgo país. En esta parte del trabajo no es nuestra intención detenernos sobre todos los instrumentos disponibles en los bancos y en las empresas para la cobertura del riesgo país[17], sino la de analizar sólo aquellos que, a nuestro juicio, parecen los más eficaces, tanto para el que otorga el préstamo (generalmente los bancos) como para el que lo solicita (generalmente las empresas) y quizás esté localizado en un país considerado de riesgo. Tres son los instrumentos de cobertura que queremos analizar aquí: los *credit default swaps* (CDS, de ahora en adelante), los *B-Loans* de las instituciones multilaterales y los *Cross-border future flows securitisations* (CFFS, de aquí en adelante).

[17] *Para un análisis más exhaustivo véase el capítulo 10 en Bouchet, M. H., Clark, E. y Groslambert, B. (2003).*

El CDS es un instrumento financiero relativamente nuevo que puede compararse con una especie de seguro. El comprador de un CDS, en efecto, se compromete a pagar una prima, generalmente semestral, al vendedor del CDS que, en cambio, si se verifica un evento de *default (credit event)*[18] se compromete a retirar los títulos sujetos al *default* pagando su valor a la vista. Se trata en este caso de entrega física de los títulos, que en el mercado de los CDS, es bastante difundida. El mercado de los CDS tiene mucha liquidez y está creciendo a una tasa de desarrollo espectacular[19], ofrece además distintos vencimientos (de 1 a 10 años), aún cuando la mayor liquidez está concentrada en los vencimientos a 5 y 3 años para los emisores soberanos considerados mayormente riesgosos, como los latinoamericanos.

Como los títulos soberanos, que constituyen la parte subyacente, también los CDS se cotizan en términos de *spread* sobre una tasa considerada sin riesgo, por consiguiente también el diferencial de tasa expresada por el mercado de los CDS puede ser utilizado como un indicador de riesgo soberano que los mercados asignan a los distintos tomadores. Si bien los CDS constituyen, por su naturaleza de instrumento financiero, un medio eficaz y flexible para realizar coberturas de riesgo, pero también posiciones cortas de otra manera no realizables sobre distintos vencimientos, aún así es necesario advertir cómo en los períodos de *stress* de mercado, momentos en los cuales la cobertura del riesgo resulta especialmente necesaria, la liquidez sobre el mercado de los CDS se diluye.

Es éste el caso de los CDS sobre el riesgo soberano de Argentina, que con liquidez y sustitución hasta el tercer trimestre del año 1999, han visto reducir progresivamente sus volúmenes sustituidos, desaparecidos por completo al comienzo del segundo trimestre del año 2001, justamente cuando la crisis del país se encaminaba hacia un epílogo trágico.

Los *B-Loans* son de naturaleza distinta, porque son de tipo comercial y no puramente financiero, pero no por ello menos interesantes como instrumentos de cobertura del riesgo soberano. Con este instrumento la institución multilateral que opera como *lender of record* examina préstamos a mediano y largo plazo, que en parte financia ella misma y que sirven para realizar grandes obras dirigidas al desarrollo económico de los países emergentes. A medida que se efectúa el cumplimiento de la deuda, la institución provee *pro rata* a pagar a los bancos que participan en el sindicato. Si bien para los bancos participantes en el sindicato la contraparte no es la Institución Multilateral, que típicamente tiene un *rating* AAA, sino el país o la entidad jurídica que se ha endeudado, aún así este producto constituye una cobertura del riesgo país bajo distintos aspectos, dos de ellos muy importantes. Ante todo los *B-Loans* son tratados *pari passu* a los préstamos concedidos por el Organismo Multilateral mismo que, y aquí está el segundo elemento muy importante, goza de un *status* de acreedor preferencial.

Por este motivo, observando la tasa de rescate *(recovery rate)* de los préstamos otorgados, por ejemplo por la *Finantial Corporation* (IFC) –inclusive los *B-Loans*– a países que han caído en *default*, se deduce su elevado valor. La *comerciabilidad* de los *B-Loans* es una ulterior característica de los mismos, que, si bien no está conectada directamente al riesgo soberano, contribuye a nuestro juicio para que los *B-Loans* sean un producto muy interesante para los bancos. La IFC ha creado una página web (www.ifcbloans.com), donde resulta posible, no sólo recopilar informaciones sobre las actividades del IFC, sino donde los bancos participantes pueden también ofrecer y solicitar, en este tipo de mercado secundario, cuotas de *B-Loans*

[18] *Existen seis tipos de* credit events *formalmente publicados por ISDA (International Swaps and Derivatives Association) en 1999. Véase http:/www.credit-deriv.com/isdadefinitions.htm.*

[19] *Véase el Credit Derivatives Report 2001/2002 de la British Bankers' Association.*

que son luego tratadas como *commodities*. La existencia de este mercado, aunque no tenga probablemente aún mucha liquidez, permite sin embargo a los bancos participantes administrar en una forma más activa su propia cartera de créditos a mediano-largo plazo a tenedores de países emergentes.

Si los *B-Loans* constituyen un instrumento extremadamente interesante para aquellas instituciones de crédito que quieren limitar su exposición al riesgo país y mantener abierta la posibilidad de colocar nuevamente su propia cartera crediticia en los países emergentes con costos que no sean excesivos, los CFFS constituyen un elemento muy útil también para aquellas empresas, que aún con características de competitividad internacional sólida, sólo logran endeudarse en los mercados a costos elevados, por el simple hecho de que están incorporadas a países considerados de riesgo. Los CFFS, en efecto, son productos estructurados en los cuales al acreedor se le cede un título de deuda, mientras simultáneamente el tomador se compromete a garantizar el flujo de ganancias que se deduce de la venta (generalmente en el exterior) de bienes y/o servicios que produce y/o suministra para que sea depositado en una cuenta de un *Special Purpose Vehicle* (SPV de aquí en adelante), en un centro *off shore*, o fuera de los límites nacionales del tomador. Este acuerdo garantiza pues que el pago al acreedor se realice por la SPV a través de la cuenta *off shore* que no sólo está exenta del riesgo de transferencia o soberano, sino que existe un colateral dado por el flujo de lo recabado en divisa fuerte que surge de la venta, casi siempre en el exterior, de los bienes y/o servicios producidos y/o suministrados por el deudor (una especie de carterización de las ganancias futuras en divisas). Esta estructura, además de ser interesante para quien otorga el crédito, que elimina del cuadro el riesgo país, resulta muy útil para aquellas empresas, que, aún disponiendo de un estable y esperado flujo futuro de ganancias en divisa, consiguen créditos a un costo muy elevado por el hecho de que se encuentran en países considerados de riesgo. No es por casualidad que los CFFS han sido utilizados en el pasado para financiar la industria petrolera mejicana, cuando la prima pagada por el riesgo Méjico en los mercados internacionales era muy superior a los 160 puntos base de hoy, mientras más recientemente, los bancos turcos han utilizado los CFFS carterizando las ganancias provenientes de las ventas de servicios turísticos durante la estación estival. Sin embargo, si bien desde de un punto de vista micro –el del deudor y del acreedor– este instrumento representa "el huevo de Colón", desde un punto de vista macro un excesivo uso de estos CFFS podría tener efectos no deseables. Si una fracción creciente de ganancias de exportaciones queda afuera de los límites nacionales y sirve como colateral para préstamos otorgados a algunas grandes empresas exportadoras, hay un riesgo concreto de empobrecer con el tiempo las reservas en divisa del país emergente en cuestión, poniendo bajo presión los indicadores de liquidez y causando, potencialmente, un empeoramiento del *rating* soberano y por lo tanto de las condiciones en las cuales el país mismo puede abastecerse del crédito en el mercado internacional. La *segregación* de estos flujos de ganancias en divisa en una cuenta *off shore* puede significar también una notable pérdida de ingresos fiscales para el Estado que hospeda a la empresa que ha recurrido a los CFFS y llevar a un deterioro también del *déficit* fiscal doméstico. Por último, no menos importante, está el riesgo de que un excesivo uso de los CFFS pueda llevar a un desmedido crecimiento del endeudamiento externo del sector privado con consecuencias negativas imaginables, del tipo de redistribución y sobre los indicadores del deudor.

Conclusiones

De estas breves consideraciones surge, cómo dentro de una función de control y gestión del riesgo general de una empresa que opera en los mercados internacionales, el riesgo país constituye un componente no sólo importante sino también de difícil medición. Por lo tanto es necesario, si se desea controlar y administrar activamente el riesgo país, tomar en consideración tanto los modelos clásicos cuali-cuantitativos basados en los indicadores macroeconómicos, como los precios de mercado y también las interrelaciones generalmente no lineales entre sector público, banco central, sistema bancario e industrial.

Además de los métodos de medición y estimación del riesgo de los países soberanos, existen instrumentos financieros y comerciales, que se encuentran fácilmente en el mercado, atenuantes de la exposición al riesgo país. Estos instrumentos presentan, por un lado, indudables ventajas para quien debe asumir el riesgo y para quien debe abastecerse del crédito en el mercado internacional, pero por otro lado, si son utilizados con demasiada soltura, pueden presentar resultados negativos a nivel macroeconómico o de bienestar colectivo. En este contexto, las instituciones nacionales e internacionales de vigilancia están trabajando para aumentar el nivel de conocimiento y conciencia de estos instrumentos, subrayando las potenciales recaídas y tratando así de ejercer aquellas actividades de dirección y control, sin las cuales el mercado libre podría llevar a resultados socialmente indeseables.

Los *ratings*: quién los hace y qué significan

Muchas entidades públicas y privadas calculan, producen y publican *ratings*, es decir evaluaciones del mérito de crédito de una contraparte que puede ser una empresa, un ente público o un país. Entre éstas, las más conocidas son tres: Moody's, Standard & Poors y Fitch. En el cuadro resumimos las escalas de los *ratings* de Moody's y Standard & Poors, con una breve explicación del significado atribuido a cada *rating*.

Tabla de correspondencia Moody's / Standard & Poor's

Moody's	Standard & Poor's	Definición
Aaa	AAA	Obligaciones consideradas de calidad muy elevada, con riesgo mínimo de crédito
Aa	AA	Obligaciones consideradas de alta calidad y con riesgo de crédito muy bajo.
A	A	Obligaciones consideradas de nivel medio-alto y con riesgo de crédito bajo.
Baa	BBB	Obligaciones sujetas a un riesgo de crédito moderado. Son consideradas de nivel medio y como tales pueden poseer elementos de naturaleza especulativa.
Ba	BB	Obligaciones que se consideran con elementos de naturaleza especulativa y sujetas a un riesgo de crédito sustancial.
B	B	Obligaciones consideradas especulativas y con riesgo de crédito elevado.
<=Caa1	<=CCC+	Obligaciones consideradas de bajo nivel o altamente especulativas; están sujetas a un riesgo de crédito muy elevado, están muy próximas al *default*, o ya lo están, con pocas perspectivas de rescate del capital o de los intereses.

Nota: Moody's y S&P utilizan respectivamente los números 1, 2 y 3 y los signos +/- para especificar toda clase genérica de rating de Aa a Caa. El número 1 y el signo + indican que la obligación se coloca en la parte mejor de su categoría; el número 2 o ningún signo indican un nivel medio; mientras que el número 3 o el signo - indican que la obligación se encuentra en la parte peor de la misma categoría.

Considerando en el transcurso del tiempo la evolución del *rating* asignado a cada contraparte, en nuestro caso en los países soberanos, se puede determinar la probabilidad de que a lo largo de un período de tiempo, un país que ha obtenido un determinado *rating* puede *emigrar* hacia otro *rating* o hasta puede caer en *default*. Entonces, es posible determinar una denominada matriz de transición que resume para cada clase de rating la probabilidad de que al término del período considerado, el mérito de crédito haya cambiado. La matriz de transición expresa en las líneas del cuadro el *rating* inicial y en las columnas el *rating* final. Cada casilla de la matriz, obtenida del cruce de una línea con una columna, expresa la probabilidad de que el rating inicial (la línea) haya cambiado a *rating* final (la columna). Naturalmente, el evento más probable es que en el transcurso del tiempo considerado el mérito de crédito y por consiguiente el *rating* no hayan cambiado, entonces los números más grandes están en la diagonal principal de la matriz.

Transición de riesgos soberanos. Tasas de migración de rating a un año (promedio) 1985-2002 (en %)

Rating	Rating a								
de	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	Default	WR
Aaa	93,9	6,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aa	5,1	92,5	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,4
A	0,0	2,7	90,3	6,2	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Baa	0,0	0,0	4,8	79,6	8,3	0,3	0,0	0,0	7,0
Ba	0,0	0,0	0,0	3,7	85,2	10,0	0,0	0,7	0,4
B	0,0	0,0	0,0	0,0	2,2	87,7	2,2	4,0	3,9
Caa, Ca, C	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	100,0	0,0	0,0	0,0

Bibliografía

Bodie, Z, Gray, D y Merton, R. (2002) *A new framework for analyzing and managing macrofinancial risks*; realizado por CV Starr/RED Conference on Finance and the Macroeconomy, October 2002 New York University, disponible en www.defaultrisk.com/ ps_sovereign.htm.

Bouchet, M. H., Clark, E. y Groslambert, B. (2003) *Country Risk Assessment*; Wiley Finance Series.

Brewer, T y Rivoli, P. (1990) *Politics and perceived country creditworthiness in international banking*; Journal of Money Credit and Banking, tomo 22, número 3, Agosto 1990.

Brewer, T y Rivoli, P. (1997) *Political instability and country risk*; Global Finance Journal, tomo 8, número 2.

Cantor, R. y Packer, F. (1996) *Determinants and impact of sovereign credit ratings*; Federal Reserve Bank of New York, tomo 2, número 2.

Chan-Lau, J.A. (2003) *Anticipating credit events using credit default swaps, with an application to sovereign debt crises*; IMF Working Paper número 106, 2003.

Femminis, G. y Ruggerone, L. (2001) *Crony capitalism, bail-outs and bank runs*; CEPR discussion paper número 2751.

Kaminsky, G. y Reinhart, C. (1999) *The twin crises: the causes of banking and balance-of payments problems*; American Economic Review, volumen 89, número 3, Junio 1999.

Manasse, P., Roubini, N. y Schimmelpfenning, A. (2003) *Predicting Sovereign Debt Crises*; mimeo

Moody's (2003) *Sovereign bond defaults, rating transitions, and recoveries (1985-2002)*; Moody's Special Comment, Febrero 2003.

Morgan Stanley (2003) *Credit Derivatives*; Fixed Income Research.