

Riesgo soberano y la calificación peruana

Juan Pablo de la Guerra

En los últimos años venimos escuchando con entusiasmo que el riesgo país viene bajando, es necesario entonces comprender en qué consiste esta calificación, qué es lo que califican y cómo beneficia al país y a los inversores. Así mismo es importante comprender que hay diferencias pequeñas en las maneras como las empresas calificadoras evalúan a los países y es por ello que podemos recibir un aumento de calificación por parte de una calificadora y meses después otra se manifiesta con respecto a alza de nuestra calificación.

Esta semana pudimos leer que el riesgo país de Latinoamérica (EMBI Latam) fue de 3.91 puntos porcentuales. Disminuyó 12 puntos básicos respecto a la sesión anterior ajustada después del cierre. El riesgo país de Perú bajó 9 puntos básicos hasta 1.76 puntos porcentuales, según el EMBI+ Perú calculado por el banco de inversión JP Morgan. En la región reportaron los riesgos más bajos Perú (1.76 puntos), México (1.97 puntos) y Colombia (2.03 puntos). El EMBI+ Perú se mide en función de la diferencia del rendimiento promedio de los títulos soberanos peruanos frente al rendimiento del bono del Tesoro estadounidense.

Así se estima el riesgo político y la posibilidad de que un país pueda incumplir con sus obligaciones de pago a los acreedores internacionales. Es decir, el riesgo país es el índice denominado Emerging Markets Bond Index Plus (EMBI+) que mide el grado de “peligro” que entraña un país para las inversiones extranjeras. (Gestión 2014)

Para poder comprender que implica este riesgo soberano es importante entender lo que explica González (2004) quien señala que el riesgo país para el sistema bancario “se

corresponde con la solvencia del total de contrapartidas caracterizadas por pertenecer a un área geográfica, política y jurídicamente definida como Estado, por causas temporales o por causas permanentes”, con lo que el autor destaca que el objetivo que persiguen las entidades bancarias con el cálculo del Riesgo País estriba en la determinación del grado de afectación sobre las operaciones realizadas por éstas con agentes de ese país, bien sea la Administración Pública o entes privados, dado los problemas que presentan los países en un momento determinado. De este modo, las entidades bancarias exigirán una prima por rentabilidad, directamente relacionada con el nivel de riesgo asumido por los proyectos de inversión, según el país de destino de los recursos solicitados.

En definitiva lo que hoy se entiende por riesgo país incluye tres componentes:

- **Riesgo Soberano:** Es la posibilidad de que un Estado repudie total o parcialmente una deuda, es decir, que amparado en la imposibilidad de ser demandado judicialmente, resuelva definitivamente incumplir con el pago o decida suspender el servicio de la deuda de manera transitoria (moratoria) con la consiguiente renegociación de las condiciones bajo las que se contrató.
- **Riesgo de Transferencia o Liquidez:** Se refiere a la posibilidad de que un deudor no pueda hacer frente a sus compromisos financieros (aunque disponga de fondos para hacerlo), como consecuencia directa de restricciones oficiales que lo impidan.
- **Riesgo Macroeconómico:** Está relacionado con el riesgo de que un prestatario no pueda servir su deuda debido a problemas que se desarrollen dentro del marco económico en el cual se lleva a cabo su actividad (crisis general). (Gámez 2006)

Las empresas que suelen calificar el riesgo soberano a nivel mundial son Moody's Investor Services, Standard and Poor's Rating Group, Duff & Phelps Credit Rating (DCR), IBCA, Fitch, y Thomson BankWatch Inc.

En general, se utiliza el calificativo soberano de largo plazo para establecer un techo o máxima calidad crediticia que puede alcanzar un emisor dentro de su país. En el caso de la evaluación de riesgo soberano, se consideran factores amplios a la estabilidad política, la distribución de riqueza, la integración del país en el sistema económico global.

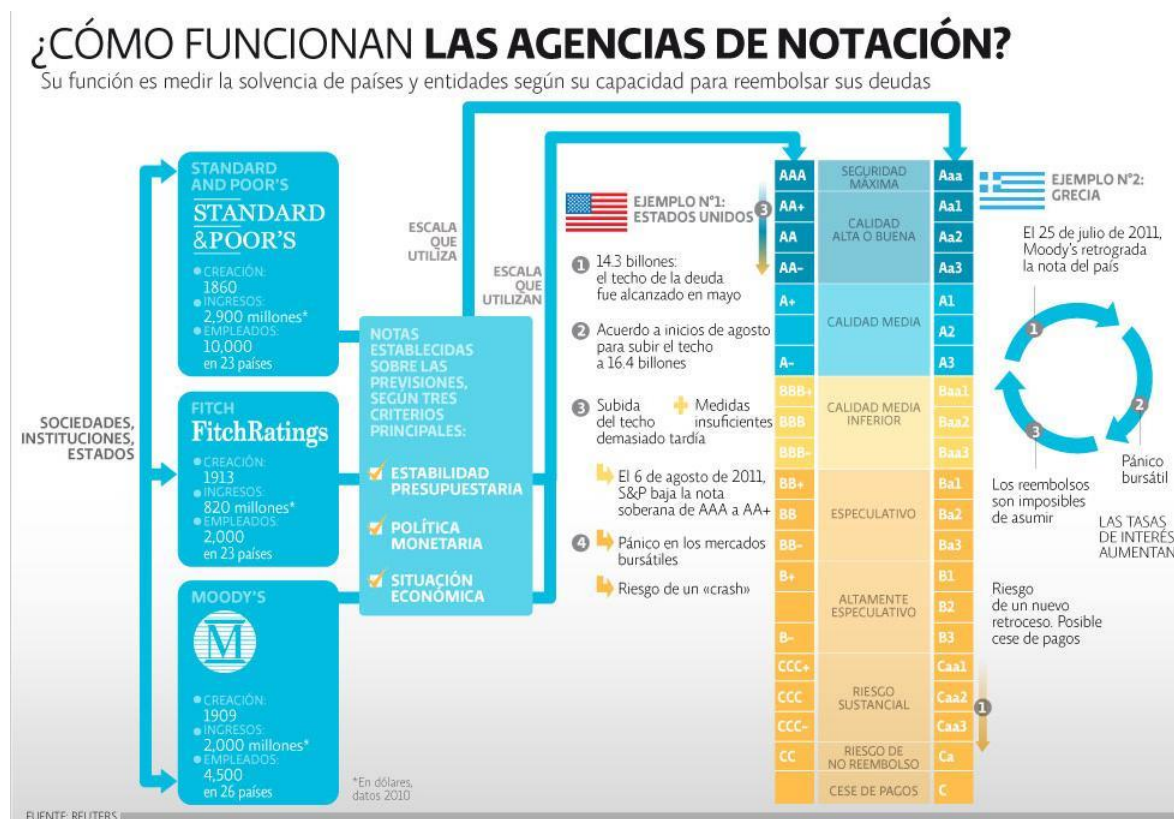
Si bien las principales agencias evaluadoras de riesgo tienen sus propios sistemas de calificación, es posible establecer equivalencias entre sus calificativos. Gracias a estos sistemas, las agencias calificadoras facilitan la toma de decisiones de inversión relacionadas a la selección de contrapartes, estimación de riesgos y pérdidas potenciales, asignación de capital, entre otros.

Existen aspectos claves a considerar cuando se determina el calificativo relevante para el análisis de riesgo soberano. Antes, era común hacer una distinción entre el calificativo en moneda extranjera (ME) y en moneda local (ML), esperándose que la mejor de ambas sea la denominada en ML. En la actualidad, las brechas entre estos dos tipos de calificativos es poco frecuente.

Según Moody's (2012), la convergencia entre estos dos calificativos se debería al desarrollo y liberalización de los mercados de capitales internacionales. Con ello, es más probable que problemas en el servicio de deuda denominada en una moneda terminen por afectar la capacidad de pago del gobierno para cumplir sus compromisos en otra moneda. Esta agencia calificadora también sugiere que la deuda soberana relevante es la deuda

bruta, la cual incluye el financiamiento directo del banco central y todos los gobiernos locales. En el caso de sistemas federales con una división de responsabilidades fiscales, la deuda del banco central no debe ser considerada como parte de la deuda soberana. (Ruíz 2014)

A continuación en la siguiente Ilustración podemos observar un ejemplo de cómo funcionan las empresas o agencias de calificación.



A continuación podemos apreciar los distintos niveles en los que un país calificado puede encontrarse de acuerdo a cada una de las tres principales empresas calificadoras.

Calificaciones crédito a largo plazo			
STANDARD & POOR'S	MOODY'S	FITCH	
AAA <i>Obligaciones para las cuales existen la más bajas expectativas de riesgo para la inversión. La capacidad para el pago oportuno del capital principal de la deuda y los intereses es sustancial y no es probable que cambios adversos en las condiciones de negocios, económicas o financieras incrementen sustancialmente el riesgo de inversión.</i>	Aaa	AAA	
AA <i>Obligaciones para las cuales hay muy bajas expectativas de riesgo sobre la inversión. La capacidad para el pago oportuno del capital y los intereses es sustancial. Cambios adversos en las condiciones de negocios, económicas o financieras podrían incrementar el riesgo de inversión, aunque no muy significativamente.</i>	Aa	AA	
A <i>Obligaciones para las cuales hay una baja expectativa de riesgo de invertir. La capacidad del repago oportuno del principal y los intereses es fuerte, aunque cambios adversos en las condiciones de negocios, económicas o financieras podrían llevar a un incremento en el riesgo de inversión.</i>	A	A	
BBB <i>Obligaciones para las cuales hay actualmente una baja expectativa de riesgo de inversión. La capacidad para el repago oportuno del principal y los intereses es adecuada, aunque cambios adversos en las condiciones de negocios, económicas o financieras lleven más probablemente a un incremento del riesgo de inversión que las obligaciones bajo las categorías previas.</i>	Baa	BBB	
** Las calificaciones de S&P y Fitch desde AA o CCC podrían ser modificadas por el signo "+" o "-" para mostrar la posición relativa dentro de las categorías principales. *** Las calificaciones de S&P podrían tener una "++" adjunta a las calificaciones de instrumentos con riesgos significativos no crediticios para destacar los riesgos de pago de capital principal o la volatilidad de los retornos esperados que no son incluidos en las calificaciones de crédito. **** Moody's aplica un modificador numérico de 1, 2 y 3 en cada clasificación genérica de las calificaciones desde Aa hasta B. El modificador 1 indica que la obligación está ubicada en el extremo más alto de su calificación genérica.			
FUENTE: Reuters Ratings Service			

Calificación grado especulativo			
STANDARD & POOR'S	MOODY'S	FITCH	
BB <i>Obligaciones para las cuales hay una posibilidad de que se desarrolle un riesgo de inversión. La capacidad para el repago oportuno del principal y los intereses existe, pero es susceptible con el tiempo a cambios adversos en las condiciones de negocios, económicas o financieras.</i>	Ba	BB	
B <i>Obligaciones en las cuales existe riesgo de inversión. El repago oportuno del principal y los intereses no está suficientemente protegido contra cambios adversos en las condiciones de negocios, económicas o financieras.</i>	B	B	
CCC <i>Obligaciones para las cuales existe una posibilidad actual percibida de incumplimiento de pago. El repago oportuno del principal y los intereses es dependiente de condiciones favorables.</i>	Caa	CCC	
CC <i>Obligaciones que son altamente especulativas.</i>	Ca	CC	
C <i>Esta calificación podría ser usada para cubrir una situación donde una solicitud de quiebra ha sido presentada o se ha emprendido una situación similar, pero los pagos sobre esta obligación continúan.</i>	C	C	
SD <i>S&P define su nota de "Default Selectivo" como una posición donde el emisor ha incumplido selectivamente un tema específico o una clase de obligaciones, pero continuará cumpliendo el pago de sus obligaciones ante otros compromisos de una manera oportuna. Fitch Rating tiene una categoría similar llamada "Default Restrtingido".</i>	RD		
D <i>Obligaciones que están actualmente en incumplimiento de pago. La nota DDD de Fitch designa el potencial más alto de recuperación de cantidades de cualquier deuda en circulación y la nota D para la más baja potencial recuperación.</i>	DDD/DD/D		
FUENTE: Reuters Ratings Service			

Cuál es la situación del Perú con respecto a la clasificación soberana, el manejo de la deuda pública del Perú a través de los últimos años ha sido muy buena es por ello que las

clasificadoras de riesgo nos han ido subiendo la nota significativamente poniéndonos en una situación muy favorable con respecto a la región e incluso a nivel mundial, el manejo de las reservas y el pago cumplido de las deudas nos han llevado a una situación muy buena, de confianza por parte de los inversores.

Calificaciones de deuda soberana en América Latina			
GESTIÓN.pe			
PAÍS	FITCH	MOODY'S	STANDARD & POOR'S
Argentina	CC	Caa1	CCC-
Bolivia	BB-	Ba3	BB
Brasil	BBB	Baa2	BBB-
Chile	A+	Aa3	AA-
Colombia	BBB	Baa3	BBB
Costa Rica	BB+	Baa3	BB
R. Dominicana	B	B1	B+
Ecuador	B	Caa1	B
El Salvador	BB-	Ba3	BB-
Guatemala	BB	Ba1	BB
Honduras	B3	B	
México	BBB+	A3	BBB+
Nicaragua	B3		
Panamá	BBB	Baa2	BBB
Perú	BBB+	A3	BBB+
Paraguay	BB-	Ba2	BB
Uruguay	BBB-	Baa2	BBB-
Venezuela	B	Caa1	B-

FUENTE: Reuters Ratings Service

Si bien es cierto que ninguna crisis es igual a otra y que pueden ser múltiples los detonantes de una suspensión de pagos, la creciente globalización de los mercados financieros y la velocidad en el contagio de las crisis, inducen a las empresas calificadoras a hacer hincapié en la necesidad de que los hacedores de políticas de este tipo de países mantengan, en todo momento, adecuados niveles de liquidez y estabilizadas sus monedas. Cabe, en cualquier caso, una optimista consideración final ya que en la última década el porcentaje de incumplimientos ha mostrado una tendencia claramente decreciente hasta alcanzar el 10% de los países emisores en moneda extranjera y por tanto se puede decir que

en la actualidad los mercados de deuda se encuentran en un período de estabilidad y calma (Gámez, 2006).

Un elemento importante a considerar adicionalmente a la calificación de las empresas evaluadoras es la estabilidad es decir adicionalmente a la nota se pronuncia la evaluadora sobre la estabilidad de esa nota en el tiempo y en el caso del Perú todas las evaluadoras consideran que la nota es estable en el tiempo.

En el Perú se están tomando acciones que dan como resultado una mejor calificación, por ejemplo tenemos que El Ministerio de Economía y Finanzas informa que la operación integral de deuda, realizada el jueves 30 de octubre en el mercado internacional y local, contribuye a mejorar el perfil de deuda de la República a través de la mayor participación de la moneda local dentro del portafolio de pasivos.

El ministro de Economía y Finanzas, Alonso Segura, explicó que la participación de la deuda pública en moneda local se incrementaría con esta operación, aproximadamente, de 50.65 % a 52.13%. Cabe indicar que en lo que va del presente gobierno, durante los últimos 3 años, la participación de la moneda local como porcentaje de la deuda pública total, se ha incrementado de niveles cercanos al 47% en el año 2011, hasta niveles de aproximadamente 52% en la actualidad, en línea con la estrategia de desdolarización de la deuda. Mientras tanto, la vida media del portafolio de deuda aumentaría, aproximadamente, de 11.9 años a 12.5 años luego de realizada la operación disminuyendo el riesgo de refinanciamiento entre los años 2015 y 2020. Asimismo, gracias a la operación de administración de deuda, el pago por servicio de deuda disminuiría aproximadamente en

promedio USD 28 MM por año considerando el portafolio de bonos en soles y dólares al momento de la transacción, para la vida media del mismo.

Al cierre de la operación, se emitiría un monto total equivalente a S/. 8 585 422 000, y la operación integral de deuda tuvo por finalidad recomprar y/o intercambiar los Bonos Globales 2015, 2016 y 2019 así como los Bonos Soberanos 2015 y 2020; y emitir bonos en soles y dólares para prefinanciamiento del año 2015.

En ese sentido, se emitió una nueva referencia líquida a 10 años en moneda local, el Bono Soberano 2024 con cupón 5.70%, ascendente a S/. 7 128 422 000, que en primer lugar se destinó a financiar el intercambio de bonos por S/. 3 878 422 000; en segundo lugar a recomprar bonos por S/. 1 809 399 000; y, finalmente, a obtener recursos que financien las necesidades del año 2015 por S/. 1 440 601 000. Del efectivo obtenido para recompra de bonos y prefinanciamiento en soles, el 81% de la demanda obtenida provino de parte de no residentes.

En lo que respecta a la operación de administración de pasivos, se intercambiaron bonos soberanos por un valor de mercado de S/. 3 754.94 millones y bonos globales por USD 37.59 millones. Asimismo, se recompraron bonos soberanos por un valor de mercado de S/. 260.24 millones y bonos globales por USD 529.39 millones. En esta operación de administración de pasivos, se tuvo una participación mayoritaria de inversionistas no residentes, la cual ascendió al 57.1% del total de los participantes.

Adicionalmente, aprovechando las óptimas condiciones de mercado y la demanda por bonos de largo plazo en moneda extranjera, se reabrió el Bono Global 2050 por un

monto de USD 500 000 000 (equivalente a S/. 1 457 000 000), con la finalidad también de profundear el año 2015.

La modalidad utilizada por la República en esta operación integral de deuda, denominada “Tender/Switch” (Recompra/Intercambio), ha sido utilizada recientemente por otros países de la región. Sin embargo, es la primera vez en América Latina y en Mercados Emergentes Globales que este tipo de transacción combina una operación de intercambio y recompra en moneda local y extranjera financiada por una emisión en moneda local. “Esto demuestra la confianza de los inversionistas en la fortaleza de nuestra economía y nuestra moneda, a pesar del fortalecimiento del dólar a nivel global. Igualmente, la emisión del Bono Soberano 2024, representa la más grande transacción de un único tramo en moneda local, realizada en el mercado de deuda internacional en Latinoamérica” señaló el Ministro de Economía y Finanzas, Alonso Segura.

Referencias

- Diario Gestión (2014). Riesgo país de Perú bajó nueve puntos básicos a 1.76 puntos porcentuales. Viernes, 19 de diciembre del 2014 Recuperado el 20 de diciembre de 2014 de: <http://gestion.pe/economia/riesgo-pais-peru-bajo-nueve-puntos-basicos-176-puntos-porcentuales-2118032>
- Diario Gestión (2014). Perú, Chile y México son los países con mejor calificación de Moody's en Latinoamérica Miércoles, 02 de julio del 2014 Recuperado el 20 de diciembre de 2014 de: <http://gestion.pe/economia/peru-chile-y-mexico-son-paises-mejor-calificacion-moodys-latinoamerica-2101969>
- Gámez, S. G., & Otero, J. V. (2006). Factores condicionantes en la medición del riesgo soberano en los países emergentes. *Estudios De Economía Aplicada*, 24(1), 245-272.
- Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) 2014 Operación de emisión de bonos contribuyó a mejorar el perfil de la deuda peruana. 04 de Noviembre de 2014 Recuperado el 10 de Noviembre de 2014 de: http://www.mef.gob.pe/index.php?option=com_content&view=article&id=3718%3Amef-operacion-de-emision-de-bonos-contribuyo-a-mejorar-el-perfil-de-la-deuda-peruana&catid=100%3Anotas-de-prensa-y-comunicados&Itemid=100148&lang=es
- Ruiz L. (2014) Riesgo soberano: Conceptos e indicadores claves Revista Moneda 155 *Vigilancia de los sistemas de pagos en América Latina y el Caribe*. Recuperado de <http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Revista-Moneda/moneda-155/moneda-155-07.pdf>