

*Alberto Acosta, Denise Gorfinkiel,  
Eduardo Gudynas (Compilador), Rocío Lapitz*

# EL OTRO RIESGO PAÍS

INDICADORES Y DESARROLLO EN LA ECONOMÍA



# EL OTRO RIESGO PAÍS

**Indicadores y desarrollo en la economía**

*Rocío Lapitz, Denise Gorfinkiel, Alberto Acosta y  
Eduardo Gudynas (compilador)*

2da edición, revisada y ampliada.



2005

## EL OTRO RIESGO PAIS

### Indicadores y desarrollo en la economía

*Alberto Acosta, Denise Gorfinkiel, Eduardo Gudynas (compilador) y Rocío Lapitz*

© D3E-CLAES sobre la primera edición, excepto figuras donde se indique su fuente de origen.  
Montevideo, enero 2005.

2da. Edición: Ediciones Abya-Yala  
Av. 12 de Octubre 14-30 y Wilson  
Telfs.: 250 6267 / 256 2633  
Fax: 250 6255 / 250 6267  
Apartado postal: 17-12-719  
E-mail: editorial@abyayala.org  
diagramacion@abyayala.org  
www.abayayala.org  
Quito-Ecuador

ILDIS-FES  
(Instituto Latinoamericano de Investigaciones Sociales)  
Av. República No.500 y Diego de Almagro  
Casilla: 17-03-367  
Teléfono: 2 562-103 / 2 563-644  
Fax: (593-2) 2 504-337  
E-mail: ildis1@ildis.org.ec  
Quito-Ecuador

CLAES – Centro Latino Americano de Ecología Social /  
D3E – Desarrollo, Economía, Ecología, Equidad América Latina.  
Casilla de Correo 13125, Montevideo 11700, Uruguay  
claes@adinet.com.uy - www.economiasur.com

Autoedición: Ediciones Abya-Yala  
Quito-Ecuador

ISBN: 9978-22-503-X

Impresión: Producciones digitales Abya-Yala  
Quito-Ecuador

Impreso en Quito-Ecuador, abril del 2005

ILDIS-FES y sus coeditores no comparten necesariamente las opiniones vertidas por los autores ni éstas comprometen a las instituciones a las que prestan sus servicios. Se autoriza a citar o reproducir el contenido de esta publicación siempre y cuando se mencione la fuente y se remita un ejemplar a los coeditores.

# 1. INTRODUCCIÓN

“El Otro Riesgo País” es tanto una reacción como una propuesta. Se inició como parte de distintos análisis frente a los temas globales, donde una de sus más claras expresiones son los flujos globales de capitales. América Latina ha vivido a su ritmo por años, tanto en épocas de bonanza, recibiendo enormes cifras de dinero bajo la forma de inversión extranjera, como en tiempos de crisis, donde los agentes financieros internacionales presionaban e influían sobre las turbulencias políticas y económicas.

En esos tiempos el “riesgo país” se convirtió en una expresión corriente, usada no sólo en los círculos financieros, sino también en los medios de prensa y desde allí invadió el conocimiento cotidiano. El “riesgo país” era tanto una forma por la cual desde los ámbitos globalizados se incidía en los países latinoamericanos, como una expresión palpable para amplios sectores de la población del poder de influencia de esos actores. Tanto los países andinos como las naciones del Cono Sur han vivido presionadas por las calificaciones de “riesgo” que realizan empresas transnacionales con una influencia formidable sobre los gobiernos locales.

Por lo tanto, surgió la iniciativa de reaccionar contra esos indicadores convencionales y hacerlo apelando a un índice alternativo que permitiera poner en evidencia todo lo que se olvida en los procedimientos tradicionales. Pero también se apostó a poder actuar sobre los procedimientos tradicionales, presentando otra perspectiva para encarar estos problemas. De esta manera nació un ejercicio sobre el diseño y elaboración de un indicador de riesgo alternativo. En los capítulos siguientes se presentan los resultados de ese esfuerzo. Mientras el índice convencional es esencial-

mente económico, el nuevo indicador alternativo que proponemos incorpora aspectos sociales, políticos, tecnológicos y ambientales, buscando un enfoque mucho más balanceado sobre el desarrollo, incorporando la novedad del concepto de “riesgo país aceptable”.

El ejercicio de desarrollo del indicador de “riesgo país alternativo” se realizó en el marco del programa sobre globalización, ciudadanía y democracia de D3E CLAES (Desarrollo, Economía, Ecología, Equidad América Latina y Centro Latino Americano de Ecología Social). Los principales participantes han sido los autores de los diferentes capítulos de esta obra; además hemos contado con la colaboración de Gerardo Evia y Paola Visca. Los resultados preliminares de este trabajo se han publicado en la serie “Documentos de Discusión Global” de D3E CLAES, en el periódico en internet “La Insignia” (Madrid) y en la edición Latinoamericana de “Tercer Mundo Económico”; esos y otros reportes están disponibles en nuestro sitio web [www.deudaexterna.com](http://www.deudaexterna.com) y una lista de los más destacados se presenta en el Apéndice 1. La propuesta además se presentó en diferentes encuentros en América Latina y su versión final se discutió en un taller convocado durante el Foro Social de las Américas (Quito, Ecuador), en julio de 2004. Todo ese trabajo, así como la primera edición del libro, se realizaron con apoyo de la Fundación Ford.

Esta segunda edición se realiza en Quito para toda la región andina, en tanto el peso de la deuda externa y el uso asociado de las calificaciones de riesgo convencionales es más intenso cada día. Esta nueva versión es posible gracias al apoyo del economista Alberto Acosta, infatigable analista sobre los temas de la economía global, y ha contado con el apoyo del Instituto Latinoamericano de Investigaciones Sociales (ILDIS).

Finalmente, es importante recordar que al decir que es un “ejercicio” se deja en claro que es una obra en marcha. Por lo tanto, el esfuerzo debe continuar, y esperamos que se sumen nuevas versiones, ya sea integrando nuevas variables como modificando los procedimientos de análisis. En ese sentido el nuevo indicador alternativo sirve para dejar en evidencia impactos sociales y ambientales que pasan desapercibidos, así como para desnudar los procedimientos tradicionales, que son muy reduccionistas, y el grado de influencia de los procesos globales en América Latina. Pero también es útil para fortalecer a los propios movimientos ciudadanos, en tanto requiere analizar con cierto detalles sus propias expectati-

vas y propuestas de desarrollo alternativo. Estos y otros atributos aparecen a lo largo de estas páginas.

Esperamos con este aporte promover una nueva mirada a los actuales procesos económicos y fortalecer las iniciativas ciudadanas que buscan un desarrollo más justo y solidario.

**Eduardo Gudynas**  
Compilador



## 2. EL “RIESGO-PAÍS” CONVENCIONAL, UN RIESGO PARA EL DESARROLLO

---

Alberto Acosta

Nuestras sociedades están atadas a la lectura que hacen las empresas calificadoras de riesgo. Nuestros gobernantes afirman o no su gestión a través del llamado “riesgo-país”: si éste sube, se preocupan, mas si éste baja, su satisfacción es inocultable. Un asunto de cuidado, pues sus impactos no son sólo económicos, sino que afectan la vida social y política de la sociedad en su conjunto.

¿Qué significa en realidad el “riesgo-país”? Éste, normalmente, indica el nivel de incertidumbre para otorgar un préstamo a un país. Mide la capacidad de dicho país para cumplir con los pagos de los intereses y del principal de un crédito al momento de su vencimiento. Dicho en términos tecnocráticos, determina cuál sería la predisposición de un país –mejor sería decir de un gobierno- para honrar las obligaciones contraídas con sus acreedores. Y el valor del “riesgo-país” surge de la diferencia entre las tasas que pagan los bonos del Tesoro norteamericano (que se asume son las de menor riesgo en el mercado, sin considerar los múltiples y graves riesgos existentes en los EE.UU. o provocados por los EE.UU.) y las que pagan los bonos del respectivo país. De esta manera, se da una referencia del riesgo que se corre al invertir en un determinado país en función de la deuda externa que éste tiene.



## **Añejos índices de medición**

Este tipo de medición es de vieja data. Ya a inicios del siglo XX, el Manual de Moody's, Revista Anual de los Valores de Estados, calificaba los bonos estatales catalogándolos de acuerdo a sus perspectivas de redención, definiéndoles de las maneras más curiosas, como que “quien compre estos papeles, no invierte, especula” o que “tienen un carácter incierto y no pueden mirarse como atractivos desde el punto de una verdadera seguridad”.

Cabe anotar, de paso, que las bajas valoraciones de los bonos han caracterizado la deuda externa de los países latinoamericanos. El ecuatoriano Alberto Guerrero Martínez, quien llegaría a ser encargado del Poder (del 2 de septiembre al 4 de diciembre de 1932), se lamentaba en una conferencia sustentada en 1929, en tanto profesor de Economía y Ciencia de Hacienda de la Facultad de Jurisprudencia y Ciencias Sociales de la Universidad de Guayaquil, que “los títulos de (la) Deuda depreciados eternamente en los mercados, se sometieron a diversas conversiones sucesivas, en las cuales cumplida una, con pérdida para los acreedores esperanzados en mejores tiempos y alzada la cotización momentánea, seguía luego la nueva depreciación, después del acostumbrado decreto de suspensión del servicio...”

Esta cotización rebajada preocupaba a expertos de la época, como Luis Napoleón Dillón, quien veía en esta situación una limitación para conseguir nuevos préstamos: “mientras tengamos en las Bolsas de Londres y Nueva York el índice constante de nuestro desprestigio en bonos cotizados en la cuarta parte de su valor nominal, no podremos pensar seriamente en consolidar nuestro crédito ni en atraer al país capitales que nos sean, en momento dado, absolutamente necesarios para equilibrar nuestras finanzas o fomentar nuestro desarrollo interno”.

La percepción existente entonces sobre la baja cotización de los papeles de la deuda y su posible renegociación tiene una vigencia presente indudable, pues se creía entonces y se cree todavía que “es preciso entrar de lleno y con decisión, en arreglos con nuestros acreedores para obtener algún alivio, sobre todo teniendo en cuenta que los tenedores actuales de los bonos son, en su mayor parte, negociantes que los han obtenido de los primitivos prestamistas, a precios irrisorios y que, por tanto, no sufrirían en realidad pérdida alguna, al realizarse una conversión ventajosa para no-

sotros, habida cuenta de que casi una tercera parte de la suma adeudada corresponde a intereses atrasados. Necesitamos -decía Dillón- reducir el monto de nuestra deuda externa y asegurar su servicio exacto por medio y con la garantía del Banco Central de la República, a fin de descansar tranquilos sobre la certidumbre que no sea ilusoria, del restablecimiento de nuestro crédito externo”.

Desde entonces las cotizaciones bajas sólo han sido aprovechadas por financistas y especuladores, sin que el Estado de nuestros países se beneficie de esta situación o que consiga que el servicio de la deuda se oriente por los valores deprimidos del mercado secundario.

En la práctica, entonces, más allá de cualquier explicación técnica, este “riesgo-país” se ha transformado en un indicador de la solvencia de un país y de la calidad de determinadas políticas económicas medidas (e incluso definidas) desde la lógica de los acreedores de la deuda externa. Y esta medición sirve para sostener su influencia, con el apoyo de los consorcios transnacionales y de los organismos multilaterales de crédito, con la complicidad de los grandes grupos de poder en nuestros países y de los principales medios de comunicación vinculados a ellos, además, por cierto, de una generalizada ignorancia en la sociedad sobre los que significan estos índices de “riesgo-país”.

### **Engañosas apariencias tecnocráticas**

Existen diversos factores puntuales que pueden modificar el “riesgo-país”: la inflación, la liquidez, las devaluaciones, el vencimiento de la deuda externa y, por cierto, el riesgo de incumplimiento del servicio de dicha deuda. Asimismo, otros factores de análisis del entorno son aparentemente importantes. Entre ellos, destacan la estabilidad política, la estabilidad macroeconómica y fiscal, la situación del área geográfica del país, la fortaleza bancaria. Sin embargo, lo que cuenta en realidad, en este tipo de mediciones, es el nivel de consensos y compromisos para llevar a cabo o para completar las reformas estructurales acordes con las demandas del Consenso de Washington.

Hay otros elementos que influyen positiva o negativamente. Por ejemplo, la firma de una Carta de Intención con el FMI tendería a bajar el

“riesgo-país” por la aceptación de políticas de corte ortodoxo, en concreto por la estabilidad macroeconómica y la disciplina fiscal ofrecidas en dichas Cartas; en la práctica no importa que (como demuestra la experiencia) los resultados de dichas Cartas no hayan resultado tan beneficiosos como se las promocionaba previo a su firma. No se considera que por efectos de la propia política recesiva de inspiración fondomonetarista puedan aumentar los niveles de riesgo, ya que al recortar el gasto público, por ejemplo, se generan nuevas tendencias recesivas, o con más deuda externa, contratada para financiar el servicio de la propia deuda, muchas veces en condiciones que superan la real capacidad de pago de un país, crece el riesgo de no pago de la misma deuda.

Otro aspecto relevante relacionado con el “riesgo-país” es su significación política. Este indicador involucra un elevado grado de subjetividad, lo que lo vuelve susceptible de manipulación. Esto lo convierte en sí en un instrumento de control político. Siendo así, un bajo nivel de “riesgo-país” podría muy bien no reflejar una real estabilidad macroeconómica y menos aún el potencial de crecimiento de una economía, sino apenas la aceptación por parte de un gobierno de las condicionalidades de los organismos multilaterales de crédito, independientemente de su conveniencia o no.

En la actualidad se ha visto, por ejemplo, que con el “riesgo-país”, en donde se refleja la lógica de los inversionistas extranjeros, se incide incluso en procesos electorales. A la voluntad política de los pueblos, como se ha registrado en varias elecciones recientes, se la quiere domar esgrimiendo el cuento del “riesgo-país”. George Soros lo graficó magistralmente refiriéndose al proceso electoral en el que triunfó el presidente Luiz Inacio Lula da Silva, en Brasil: “mientras en la antigua Roma sólo votaban los ciudadanos romanos, en el capitalismo global, sólo votan los capitalistas norteamericanos”, y lo hacen a través de sus empresas especializadas en determinar el “riesgo-país”. En suma, estos “electores *externos*” resultan “más respetables que los que somos electores *internos*, ciudadanos comunes y corrientes”, para ponerlo en palabras de Jürgen Schuldt. Y su peso real (expresado a través de estas “encuestas internacionales de opinión”) es mucho más duradero que el de los ciudadanos de un país, cuya voz es consultada en períodos de dos o más años, mientras que los “electores externos” pueden pronunciarse, como afirma Schuldt, “todos los días, por no decir cada hora”.

En estos sistemas, las calificaciones se fijan por factores con un notable grado de subjetividad ya que dependen de las percepciones personales de los analistas, que en muchas ocasiones no son más que un puñado de personas (apenas cinco para el caso ecuatoriano, según Mauricio Yépez, ministro de Economía), quienes, casi siempre, hacen sus “lecturas especializadas” por teléfono, por Internet o por simples percepciones y conjeturas acumuladas en un par de visitas a los países que monitorean, de los cuales apenas conocen relativamente bien los vestíbulos de los hoteles cinco estrellas en donde se alojan.

La metodología utilizada, entonces, deja mucho que desear. Sus calificaciones, por más que aparezcan rodeadas de un hálito de tecnología y metodologías modernas, se basan en percepciones y como tal son subjetivas, igual que el índice de Transparencia Internacional, ente creado para percibir ciertas manifestaciones de corrupción sólo en el sector público en función de los intereses de sus padrinos, entre otros, el Banco Mundial; este organismo, percibido como la última palabra en la lucha contra la corrupción, afincado en Alemania, tuvo como su primer presidente, en tanto vicepresidente de Ecuador, a Alberto Dahik, quien financió reuniones de Transparencia Internacional con gastos reservados del Estado y quien por una serie de acusaciones vinculadas al uso de dichos gastos y a otras adicionales, se escapó de la justicia de su país.

### **Los riesgos del índice de “riesgo-país”**

La influencia de este tipo de índices, cuya lectura ritualizada incide permanentemente en las economías consideradas como emergentes, puede incluso dificultar la reactivación del ciclo productivo de un país (Inversión = trabajo = producción). Dependiendo de dicha lectura, los inversionistas internacionales e incluso nacionales pueden tener más o menos confianza para colocar sus capitales en un país, propiciando, en caso de una lectura “negativa”, incluso la fuga de capitales de la economía nacional. Esta sería una suerte de protesta del capital de consecuencias sumamente perniciosas.

Además, hemos descubierto un tema más por el cuál atormentarnos. El concepto de “riesgo” ya nos pone en guardia. Para (casi) todos es

conocido el cúmulo de problemas que agobian a los países subdesarrollados. Pero cuando la sociedad, en forma casi constante, está pendiente de la lectura de “riesgos” que se puede hacer, termina por tergiversar el papel de un indicador, que se transforma casi en un objetivo. Y lo malo muchas veces termina por ocurrir, justamente porque se descuida los temas de fondo. Esto en términos teóricos se conoce como profecía autocumplida.

Los resultados de esta lógica perversa están a la vista: en el país que sucumbe al mandato del “riesgo-país”, se archiva la búsqueda de alternativas, disminuye la iniciativa propia e incluso la creatividad. La ortodoxia se convierte en una necesidad indiscutible, cuando en realidad es una necesidad. Ya Albert Einstein lo decía con lucidez: “nada es un signo más real de necesidad que hacer lo mismo y lo mismo una y otra vez, y esperar que los resultados sean diferentes”.

Recuérdese que las medidas ortodoxas repetidas que recetan una y otra vez el FMI y el Banco Mundial, muchas veces, por no decir siempre, agravan los problemas. Algo que se comprueba a diario en América Latina. Joseph Stiglitz, Premio Nobel de Economía del 2001, es categórico al referirse a las reformas neoliberales: “una estrategia de reformas que prometió una prosperidad sin precedentes ha fracasado de una manera casi sin precedentes... Los resultados han sido peores de lo que muchos de sus críticos temían: para gran parte de la región (América latina, NdA), la reforma no sólo no ha generado crecimiento, sino que, además, por lo menos en algunos lugares, ha contribuido a aumentar la desigualdad y la pobreza”.

Todo sumado podría reflejarse en una disminución de la productividad e incluso de las posibilidades mismas de desarrollo. Las experiencias vividas con el uso y sobre todo abuso del “riesgo-país” completan un círculo nocivo, que confirma que si no aplicamos en su totalidad la receta del Consenso de Washington no saldremos del atolladero, cuando en realidad muchas veces por aplicar una receta, que no se ajusta a la realidad de nuestros países, se complican más las cosas.

De lo anterior se desprende, con claridad, la trascendencia del “riesgo-país”. En efecto, la principal implicación que conlleva el “riesgo-país” convencional se refiere a limitar, delinear, modificar o simplemente describir el probable comportamiento de los capitales foráneos (préstamos externos e inversión extranjera) e incluso domésticos, según se considere al-

to o bajo el riesgo. Por otro lado, su significación tiene alcances mucho más reveladores. Para comprender esto debe partirse de la noción misma de “riesgo-país” como una medición de las posibilidades efectivas de servir la deuda externa, que se refleja en desigualdad de las tasas de interés. ¿Cómo concebir esto en la realidad? Si un país tiene problemas políticos o socioeconómicos que afecten su capacidad de servir la deuda, estos se verán reflejados (conforme a la lógica irracional del capitalismo) en un incremento de las tasas de interés y por tanto del servicio de la deuda.

El índice de riesgo-país se mide normalmente en puntos: 100 puntos corresponden a una diferencia de 1 punto porcentual. Así, el “riesgo-país” de un pequeño país de nuestra América alcanzó 1.547 puntos en un año determinado, implica que en ese año los bonos de ese país rindieron 15,47 puntos porcentuales por sobre la tasa de los bonos americanos. En otras palabras, si la tasa promedio de los Bonos del Tesoro fue de 3,99%, la de los bonos de ese país fue de  $3,99 + 15,47 = 19,46\%$ . Así, si los EE.UU. reciben un crédito de 1 millón de dólares a 3,99% anual, al cabo de un año deberán pagar por intereses 39.900 dólares; pero si dicho país recibe un crédito similar, luego de un año debería pagar 194.600 dólares de intereses. De esta forma, el país con problemas de solvencia deberá pagar, en este caso, una suma casi 5 veces mayor que la del país solvente por concepto de intereses. De ello se deduce que el “riesgo-país”, al ser un reflejo de las condiciones socioeconómicas y políticas de un país, más que un medidor de insolvencia puede ser considerado un causante de ella.

Hay otros medidores que se expresan en “letras”. En estos casos, para medir la confiabilidad crediticia, se utiliza los análisis de casas calificadoras de riesgo como Moody’s Investors Services o Standard & Poors, los cuales asignan un grado de calificación de riesgo crediticio para los títulos emitidos por los diferentes países: el Benchmark o Índice de Clasificación, que parte de AAA para “Máxima Capacidad de Pago” hasta llegar a E para “No están clasificados por falta de información ni tienen garantías suficientes”.

Frente al índice de riesgo-país, y en amplia correlación con el mismo, están el índice EMBI+, que es el índice de bonos de los mercados emergentes, y el índice de riesgo-soberano. El Índice Plus de Bonos de Mercados Emergentes de J.P. Morgan, conocido como EMBI+ (Emerging Markets Bond Index Plus), representa el diferencial entre el rendimiento

de los títulos más representativos de cada país –Bonos Brady, Bonos Globales, Eurobonos, etc.– y el de los bonos del Tesoro norteamericano. Este índice permite la comparación del nivel de riesgo entre los países latinoamericanos y de cada uno de éstos con el promedio regional. El EMBI+ abarca un total de 17 países de los mercados emergentes, de los cuales 8 son de América Latina. Una reducción de este indicador se asocia con una disminución del riesgo país percibido por los inversionistas.

Justamente por el peso que tiene este tipo de indicadores, se precisa comprender su significado y sus alcances. Como se demuestra en este libro, con estudios de riesgo que hacen empresas “especializadas”, cuya actividad pionera, como se manifestó antes, se remonta a principios del siglo pasado, se analiza la capacidad de pago de la deuda externa de un país y, últimamente, el “peligro” que correría una inversión extranjera. Eso es lo que cuenta. Este “riesgo-país” -hay que reconocerlo desde el inicio- no habla sobre la calidad de vida de los habitantes de un país o sobre su capacidad para desarrollarse.

### **Incapacidad de estos índices para medir lo que miden**

Como se señaló antes, es normalmente una medida del precio de los bonos de la deuda, que sube cuando baja el “riesgo-país” o viceversa. Y esto lo perciben a través de algunos factores, pero particularmente a partir de la política económica, con lo que, de carambola, las calificadoras inciden en la determinación de la orientación y objetivos de dicha política.

En estricto sentido estos índices ni siquiera garantizan la decisión que tome un inversionista, pues las mediciones de aceptación de los compromisos con los acreedores cubren un período muy corto, que normalmente no refleja la real capacidad de pago de un país y menos aún su potencial de desarrollo. En este punto aparece como un ejemplo incontestable de las limitaciones de este tipo de índices, la crisis argentina: en este país estos indicadores (alentados por el FMI, habría que reconocerlo), daban señales de confianza a los inversionistas y a los acreedores cuando la economía gaucha ya caminaba hacia el colapso; quizás estas mediciones, como sucedió sin duda alguna con la gestión del FMI durante este período, contribuyeron para que algunos grandes inversionistas puedan retirar sus capitales de la Argentina.

Martin Krause fue sumamente expresivo y de alguna manera también condescendiente con el “riesgo-país”, cuando, en julio del 2001, en medio de la vorágine económica que se vivía, afirmaba que “la realidad es que los políticos se mueven al compás del indicador; cada vez que sube un 5 % se anuncian nuevas medidas y si el aumento es mayor, se cambian ministros. Claro que a los políticos no les gusta que el riesgo-país los obligue a cierta austeridad y, al mismo tiempo, la “voz” de los argentinos se ve disminuida. Pero mientras el estado argentino siga gastando lo que no tiene y no pueda pagar la deuda que generó bailaremos todos el tango del “riesgo-país.”

También cabría recordar, que justamente en el tiempo de la caída de la convertibilidad en Argentina, y ante el fracaso de los mecanismos existentes para enfrentar el tema del sobre endeudamiento, algunos funcionarios del gobierno norteamericano y del propio FMI (a la cabeza Ann Krueger, subdirectora del Fondo) llegaron a plantear una salida ordenada del problema a partir de una nueva lógica de los acreedores y teniendo al FMI como portal de un procedimiento para procesar la insolvencia de los países deudores. A pesar de que no prosperó, esta iniciativa del FMI constituye una demostración de que las cosas no funcionan como se las viene instrumentando y que son objeto de mediciones de los afamados índices de “riesgo-país”.

Aquí cabría recordar que un arreglo definitivo de un grave problema de sobre endeudamiento externo se logró el 27 de febrero de 1953, en Londres, cuando los acreedores de Alemania le dieron a este país un tratamiento financiero adecuado y garantizaron la capacidad de pago asegurando la compra de sus productos y no imponiéndole condiciones imposibles de cumplir, como ha sucedido con los países latinoamericanos. Este caso llama la atención por la acción de los acreedores, quienes, hace más de medio siglo, fueron más eficientes en términos económicos y aún más humanos que el Banco Mundial, el FMI o el Club de París en la actualidad.

Como se ha demostrado, una y otra vez, estos índices, al responder al interés particular de corto plazo de las propias calificadoras y sus clientes, o por sus variaciones tan rápidas, fluctuantes y arbitrarias, no resultan sostenibles.



## El verdadero riesgo de los índices de “riesgo-país”

Como conclusión de todo lo expuesto anteriormente, “el verdadero riesgo para un país (como con acierto afirma Mario Rapaport) es no crecer; que la salud, la educación y la seguridad de los ciudadanos, que la corrupción y la ilegitimidad corroan los fundamentos del sistema democrático, que se carezca de una ciencia y tecnologías propias, que se deba depender exclusivamente del capital externo, que no haya un aparato productivo y exportador viables. El país está en riesgo cuando sus ciudadanos no tienen perspectivas de progreso, cuando sus hijos se van a vivir al exterior, o sus nietos, si es que se quedan, deben seguir pagando una deuda que no tomaron”.

Como demuestra la historia, sobre todo en estos últimos años, en los que ha estado omnipresente la influencia del “riesgo-país” en nuestros países, el verdadero riesgo se ha constatado a través de gobernantes que pretenden imponer los intereses transnacionales asesinando a su población o traicionando su palabra y la confianza de sus electores. Queda claro que el desarrollo será imposible mientras se sostenga el actual modelo socioeconómico excluyente y depredador, especulador y sumiso al capital financiero, apuntalado con lecturas de índices de “riesgo-país” que constituyne otro riesgo para nuestros países.

En este contexto, la propuesta que se desarrolla en las siguientes páginas va más allá de la formulación de indicadores del bienestar, como el planteado en 1989 por Herman Daly y John Cobb Jr. Dicho indicador, recordémoslo, fue una respuesta a las críticas sobre las limitaciones del PIB y otros indicadores netamente macroeconómicos, al tratar de tomar en cuenta el aspecto económico, social y ambiental del bienestar humano. El Índice de Bienestar Económico Sustentable (IBES), como se lo llamó, parte del PIB, para luego corregirlo, y sumar o restar variables monetarizadas (económicas, ambientales y sociales), las mismas que serían las determinantes del bienestar. Sin embargo, sin negar lo sugerente de la propuesta de Daly y Cobb, cabe señalar que su aporte se minimizó especialmente por ser una visión excesivamente monetarizada, que impide abrir el abanico de variables no crematísticas (monetarizadas) indispensables en la construcción de otro tipo de sociedad.

En estas condiciones, aportes como los que se presentan en este libro, constituyen una gran oportunidad no sólo para denunciar las limitaciones y falacias de los sistemas de “riesgo-país” dominantes, que recrean permanentemente nuevas incertidumbres, sino que, al discutir metodologías para calcular de otra manera y con renovados contenidos otros índices de “riesgo-país”, se avanza en el diseño de una herramienta constructivista para intentar medir cuán lejos o cuán cerca estamos de la construcción democrática de sociedades sustentables. Esto es, en sí, una demostración palpable de como la crítica puede dar un salto cualitativo al abrir la puerta al diseño de propuestas viables y renovadoras, tal como lo plantean los autores y las autoras de este libro.



### **3. CONCEPTOS Y MÉTODOS EN LA EVALUACIÓN DEL RIESGO PAÍS**

---

Denise Gorfinkiel y Rocío Lapitz

La evaluación riesgo país nace a principios del siglo XX a raíz de una iniciativa privada asociada a la emisión de reportes sobre las compañías ferroviarias que en los Estados Unidos eran emisoras de bonos. Años más tarde surgen Poor's Publishing Co. y Standard Statistics Bureau que se dedicarán a esas tareas. La importancia de los informes sobre calificación de riesgo fue en aumento luego de la Gran Depresión en 1929 por los múltiples incumplimientos incurridos. Finalmente en la década de 1970 se funda la primer Empresa Calificadora de Riesgo (ECR) fuera de Estados Unidos, en Canadá, y en América Latina nacen a fines de la década de 1980.

Las ECR sostienen que su propósito es dar una opinión como entidad independiente, que se especializa en el estudio de riesgo, sobre la calidad crediticia de la emisión de valores. Es decir, estiman la probabilidad de incumplimiento de un país en operaciones crediticias o de inversión internacionales y de esta manera facilitan la comparación con otros países.

El aumento de los mercados de bonos y de los flujos de inversión en la primera mitad de la década de 1990, y en especial aquellos de características especulativas, explican la fuerte presencia que han tenido en los últimos años las ECR (Fig 3.1).

El “riesgo país” convencional es un indicador de las posibilidades del pago de las deudas. Esa evaluación se realiza por diversos procedimientos,

y, para que no sea redundante a pesar de incluir componentes cuantitativos, no dejan de ser opiniones y por tanto están condicionadas por la subjetividad. Aunque posee enorme influencia, formalmente, la calificación de riesgo no constituye por sí misma una garantía, ni una sugerencia o recomendación para invertir en determinados valores. Es tan sólo una opinión de una empresa especializada en el tema que brinda un complemento a las decisiones de inversión.

### Globalización de los mercados y calificación del riesgo

Una característica importante del proceso de globalización es la creciente liberalización e integración de los mercados financieros, que dados los avances tecnológicos en las comunicaciones ha implicado un fuerte incremento de los flujos internacionales de capital, en especial de corto plazo. Contrariamente a la teoría dominante, estos movimientos de capital, caracterizados por su alta volatilidad han tornado vulnerables a los mercados financieros de los países latinoamericanos (y a toda su economía) al cruzar las fronteras en ambos sentidos.

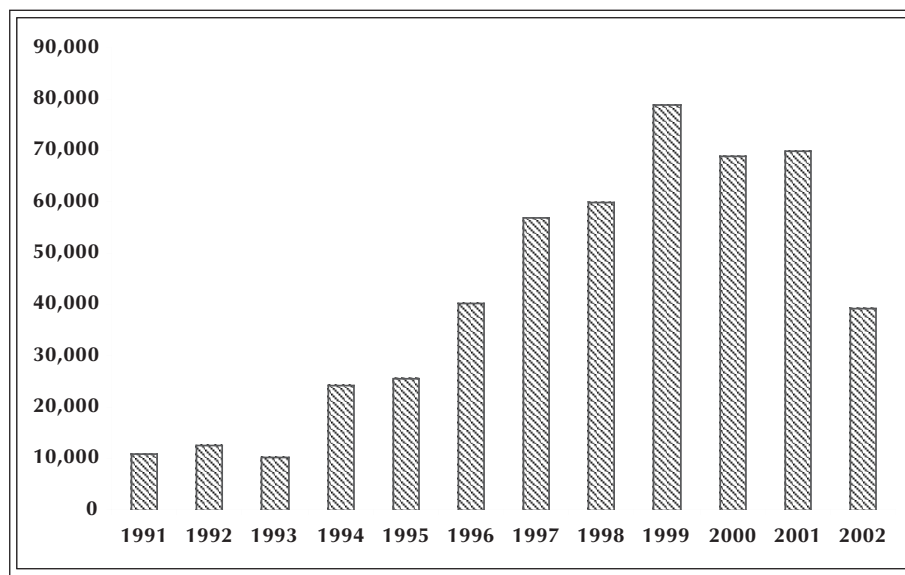


Figura 3.1.- Inversión extranjera directa en América Latina y el Caribe. En millones de dólares; elaboración propia en base a datos de CEPAL 2002.

En este sentido, las estrategias de desarrollo que los países de América Latina intenten adoptar se encuentran condicionadas por el problema estructural de falta de capital, lo que los lleva a reducir y eliminar sus sistemas de protección para atraer fondos del exterior. El modelo de crecimiento económico de estos países se apoya fundamentalmente en la inversión extranjera, en la capacidad de los gobiernos de conseguir financiamiento externo y de cierta manera, en el cumplimiento de las exigencias del mercado.

En consecuencia, la autonomía de los gobiernos, es decir, su capacidad para decidir, se encuentra cada vez más restringida, por las decisiones de los mercados financieros internacionales. Las estrategias de desarrollo latinoamericano quedan sujetas a los dictámenes de estos mercados globalizados, cuya volatilidad afecta no solo los tipos de cambio, sino también la oferta monetaria y la capacidad de ahorro interno.

El comportamiento de estos mercados financieros internacionales está condicionado y responde entre otras cosas a lo que dicen aquellos que lo estudian, analizan y predicen. Entre ellos, las calificadoras de riesgo cumplen un papel importante en el acontecer latinoamericano. De ellas depende, en muchos casos, el que un país mantenga cierta estabilidad económica, social y política o sea objeto de una crisis económica y social donde las variables de crecimiento no solo se estancan sino que retroceden.

## **Conceptos y definiciones**

En la jerga financiera, se considera “riesgo país” al nivel de riesgo que implica la inversión en instrumentos emitidos por el gobierno de un país en un momento dado. Es corriente que ese riesgo sea presentado como un indicador que revela el nivel de riesgo que corre un inversionista en no poder recuperar sus inversiones en un cierto país; es por lo tanto una evaluación de la capacidad de responder a los compromisos de pago de las deudas asumidas. A mayor riesgo de no poder recuperar la inversión que se desea llevar a cabo, mayor es la tasa de interés que se pretende obtener.

Existen autores que definen el riesgo país como “la exposición a dificultades de repago en una operación de endeudamiento con acreedores extranjeros o con deuda emitida fuera del país de origen”. El “riesgo sobe-

rano” es un subconjunto del riesgo país y califica a las deudas garantizadas por el gobierno o un agente del gobierno. Otros sostienen que el “riesgo país” y el “riesgo soberano” son sinónimos. Ambos hacen referencia al riesgo que surge de préstamos o deudas públicamente garantizadas por el gobierno o tomadas directamente por el gobierno o agentes del gobierno.

Se paga, por tanto, una prima de riesgo de la inversión ya que el inversor desea obtener mayor beneficio cuanto menor sea la posibilidad de poder recuperar esa inversión. La tasa de interés, además de ser la retribución por el uso de un capital ajeno, incorpora una “prima de riesgo” con la que se remunera el alto riesgo asumido. Esta prima es entonces la Tasa Interna de Retorno (T.I.R) de la inversión, la que está dada por la sobretasa o diferencial de tasa de interés que pagan los bonos de un país en relación a los títulos del Tesoro de EE.UU. El valor de ese índice representa el nivel de esa prima de riesgo al que están dispuestos a colocar sus valores los inversores.

El riesgo soberano refiere a la capacidad y predisposición que tiene un país para pagar sus deudas; implica la probabilidad de que las acciones de un gobierno puedan afectar directa o indirectamente su capacidad en cumplir con sus obligaciones en tiempo y forma. No se habla del Mercado de Bonos y Títulos Públicos, sino se intenta calificar el Stock de Deuda que un país posee y su capacidad de cumplir con los compromisos financieros.

La capacidad y voluntad de un gobierno de cumplir sus obligaciones está apoyada en sus políticas fiscal y monetaria. En este sentido se debe evaluar el poder impositivo y el control en el sistema financiero nacional. Por otra parte, para el cumplimiento de la deuda pública pactada en moneda extranjera se deben asegurar divisas, por lo que se debe tener en cuenta la interrelación entre las políticas nacionales y la evolución de la balanza de pagos.

El riesgo soberano expresa la máxima calificación *máxima* en un determinado país, y por lo tanto ninguna otra entidad de ese país podrá tener una mejor calificación de riesgo. El hecho de tomar como tope el riesgo soberano estaría justificado sobre la base de que un *default* del Estado llevaría al resto de los emisores locales a suspender el pago de sus obligaciones. Esta crisis de deuda a nivel nacional acarrearía probablemente una crisis política, de balanza de pagos, a una elevada inflación, que en definitiva se trasladaría al sector privado restringiendo su capacidad de pago. Sin

embargo, la internacionalización de la economía ha llevado de manera cada vez más frecuente a la instalación de filiales de compañías multinacionales en países donde su calificación soberana no es muy alta. Es por ello que existe un número pequeño de instrumentos de algunas empresas que están calificadas por encima del riesgo soberano.

Existen diferentes ECR que ofrecen diferentes evaluaciones. Por ejemplo, la consultora internacional J.P. Morgan Chase califica el movimiento y los precios de los bonos y títulos de deuda de los países denominados emergentes. A su vez, empresas como Euromoney o Institutional Investor calculan índices de riesgo basados en el análisis de distintos factores que son ponderados para dar lugar a niveles de riesgo por país. Por otro lado, empresas internacionales calificadoras de riesgo de crédito como Moody's, Standard & Poor's o Fitch-IBCA asignan calificaciones a las emisiones de deuda soberana. Los reportes realizados por estas distintas empresas buscan evaluar las posibilidades que existen para generar los recursos necesarios a fin de cumplir con los compromisos asumidos.

## **Metodología de la Calificación**

Las ECR realizan predicciones a futuro, cuya precisión sólo puede ser considerada una vez que el instrumento calificado ha cumplido o incumplido sus condiciones, por tanto su credibilidad juega un papel central. Es para fomentar dicha credibilidad que se establecen ciertos requisitos para las calificadoras:

- Deben ser independientes, evitando principalmente conflictos de interés con los emisores, los inversionistas, los intermediarios o incluso el gobierno.
- Debe ser financieramente viable, este punto es de vital importancia para mantener un staff competente de técnicos.
- Debe tener el derecho, y a veces la obligación, de mantener confidencialidad sobre la información a la que accede.
- Debe guardar total transparencia sobre sus metodologías, criterios y racionalidad de sus calificaciones.
- Debe mantener un grado de coordinación con el supervisor.



Se puede distinguir, entre las agencias que califican al país en su conjunto y aquellas que, a través de trabajos específicos, califican el riesgo de deuda soberana. Las calificadoras de riesgos internacionales comúnmente presentan dos escalas de calificación, una a nivel internacional y otra nacional. Con respecto a las primeras se evalúa si el emisor tiene capacidad de hacer frente a sus compromisos en cualquier moneda. Estas calificaciones permiten comparar dos activos en diferentes lugares del mundo. Por otro lado, las calificadoras de riesgo nacionales evalúan la calidad crediticia del emisor tomando como referencia el riesgo soberano, midiendo así la calificación del emisor en un determinado país. Por esta razón no pueden ser utilizadas para comparar activos internacionales.

La clasificación se realiza en base a una metodología particular de cada ECR, contando con un conjunto de principios y criterios cualitativos y cuantitativos. El resultado del estudio es la clasificación con una nomenclatura particular que sirve para medir el riesgo implícito del objeto que está siendo calificado. El Cuadro 3.1 presenta varios ejemplos. El emisor sujeto a calificación debe ser consciente de presentar la información com-

Cuadro 3.1.- Clasificación de tipos de evaluaciones de riesgo  
Basado en Morales y Tuesta (1998)

|                         |   | Por tipo de calificación   |   |
|-------------------------|---|--|---|
|                         |   | Riesgo País  | Riesgo Soberano   |
| Por tipo de información | <b>Cualitativa</b>                        | Institutional Investor (Rating Index)<br>Business Environ. Risk Intelligence (BERI)<br>Control Risk Information Services (CRIS)  |   |
|                         | <b>Mixta (cualitativa y cuantitativa)</b> | Economist Intelligence Unit (Reports)<br>Euromoney Country Risk<br>EFIC's Country Risk<br>Japanese Center for International Finance<br>Political Risk Services: ICRG y IBC index | Moody's Investor Services<br>Standard and Poor's Rating Group<br>Duff & Phelps Credit Rating (DCR)<br>IBCA, Fitch<br>Thomson BankWatch Inc. |
|                         | <b>Cuantitativa</b>                       | Bank of America (Country Risk Monitor)   |   |

pleta, la que puede incluir hasta planes o estrategias futuras de manera de obtener un buen resultado del proceso.

Si bien las diferentes calificadoras de riesgo llevan a cabo el cálculo de riesgo país siguiendo sus propias metodologías, en esencia todas ellas son parecidas. Standard & Poor's tiene en cuenta, por ejemplo, ocho aspectos para evaluar el riesgo soberano de un país: deuda pública (activos financieros gubernamentales, el stock de deuda pública y los intereses), estabilidad de precios (tendencias de la inflación, política de tipo de cambio, grado de autonomía del Banco Central), flexibilidad de la Balanza de Pagos (impacto de la política fiscal y monetaria en el sector externo, estructura de la cuenta corriente y composición de los flujos de capital), deuda externa y liquidez, riesgo político (forma de gobierno, grado de consenso en los objetivos de la política económica), estructura de los ingresos y estructura económica (estándar de vida, ingresos y distribución de la riqueza), perspectivas de crecimiento económico, flexibilidad fiscal (estructura impositiva, presiones sobre gastos del Sector Público, equilibrio fiscal).

Los elementos cualitativos utilizados para la calificación refieren, entre otros, al entorno macroeconómico donde se encuentra el emisor, sector de actividad en el que se desarrolla y posición competitiva a nivel internacional. Asimismo, se analizan sus planes y estrategias de negocio, calidad y composición de la administración, marco legal y situación accionaria; se consideran los proveedores, clientes, políticas de control, etc. Otro criterio utilizado se apoya en métodos cuantitativos, considerando aspectos contables, financieros, composición de costos, proyecciones de mercado, flujos de ingresos y egresos, cifras de facturación, etc.

Los elementos considerados para evaluar al emisor son:

- Situación financiera. Es decir, estados financieros de los últimos períodos, indicadores de liquidez, solvencia, gestión, rentabilidad, cobertura de deuda y fuentes de financiamiento.
- Situación económica vinculada a la eficiencia operativa del emisor, calidad de la gerencia, estructura de costos, volumen de ventas, situación laboral y flujo de caja proyectado.
- Situación empresarial. Se analiza la interrelación del emisor con el entorno inmediato, posicionamiento en el mercado, concentración o dispersión de ventas, sensibilidad respecto de tasas de interés, tipo de cambio, etc.

Por otra parte, también se evalúan algunos elementos de cada emisión en particular:

- Liquidez. Es decir, la realización inmediata del instrumento minimizando pérdidas por precios bajos.
- Resguardos con los cuales el emisor se compromete a mantener algunos indicadores dentro de ciertos márgenes; si esto no sucede se genera la exigibilidad inmediata del pago de la deuda.
- Garantías, fianzas, hipotecas, que buscan proteger al inversionista en caso de incumplimiento.

Un aspecto a resaltar es que la calificación es un proceso continuo, en el que durante cierto lapso de tiempo la ECR seguirá emitiendo opiniones sobre una determinada emisión y podrá modificar su calificación.

También es importante precisar que diversos tipos de riesgo afectan la percepción de rentabilidad de las operaciones que se realizan en los mercados financieros y de inversión. Los distintos riesgos se asocian al tipo de deudor (soberano o no soberano), al tipo de riesgo (político, económico o financiero) e incluso a la posibilidad de repago.

## **Índice de riesgo país**

El índice de riesgo país elaborado por J.P. Morgan para los denominados “mercados emergentes” (EMBI+, Emerging Market Bond Index), mide el grado de “peligro” que supone un país para las inversiones extranjeras. J. P. Morgan analiza el rendimiento de los instrumentos de la deuda de un país, principalmente el dinero en forma de bonos.

Existe un EMBI+ General que agrupa las cotizaciones de los activos de 16 países (Argentina, Nigeria, Ecuador, Brasil, Venezuela, Rusia, Turquía, Filipinas, Perú, Colombia, Bulgaria, Panamá, México, Qatar, Polonia y Corea). Se trata de países que han emitido una importante cantidad de deuda en las últimas décadas y recurren a los mercados financieros internacionales para realizar nuevas emisiones. Como el EMBI+ agrupa a todas esas naciones, una cesación de pagos o incumplimiento de alguno de esos países genera un inmediato efecto negativo en los demás componentes del grupo de países emergentes. Podemos ejemplificar esto citando la crisis

mexicana de 1995 y la crisis rusa de 1998, que arrastraron a todos los países emergentes a graves problemas financieros.

También se confecciona un EMBI+ para cada uno de esos 16 países, reflejando la cotización de los bonos de cada nación en particular. Es un indicador ponderado, ya que algunos títulos pesan más que otros en la canasta particular de bonos emitidos por cada país.

La forma utilizada para medir la prima de riesgo es la diferencia entre las tasas que pagan los bonos del Tesoro de los Estados Unidos y las que pagan los bonos del respectivo país. Se utiliza la tasa de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos como base, ya que se asume que es la de menor riesgo en el mercado. Es decir, se toma como referencia el rendimiento de los bonos de EE.UU. y se realiza la comparación con los títulos públicos de países emergentes. La tasa promedio de los títulos norteamericanos era, a marzo de 2002, del 2.5%. Su cálculo se expresa como:

*Riesgo País = Tasa de rendimiento de los bonos de un país - Tasa de rendimiento de los Bonos del Tesoro norteamericano*

El Riesgo País se mide en puntos básicos (cada 100 puntos equivalen a 1%), por esto cuando se escucha que el índice de Riesgo País se ubica en 1.200 puntos, en realidad se está diciendo que el bono del país emisor paga 12% adicional sobre la tasa de los bonos americanos. Si una emisión de bonos de un país determinado, tiene por ejemplo, una tasa de interés del 27,08% anual aproximadamente, significa que se le suma a la tasa de los títulos de deuda del Tesoro de los EEUU (2.5% anual) el 24.58% anual derivado del índice de riesgo país, en el caso de que el índice sea de 2.458 puntos.

Los principales factores que influyen en la determinación del riesgo país se presentan en el Cuadro 3.2.

## **Riesgo Soberano**

Otra manera de medir el riesgo país se basa en la confianza crediticia percibida del emisor, ya sea a través de las mediciones que realizan empresas como Euromoney e Institutional Investor o las calificaciones de riesgo que agencias como Moody's, Fitch-IBCA o Standard & Poor's asig-

Cuadro 3.2. Factores que influyen para determinar el riesgo país

|   |   |
|---|---|
| <b>Prima por inflación</b>                | Compensación por la declinación esperada del poder adquisitivo del dinero prestado.   |
| <b>Prima por riesgo de incumplimiento</b> | Recompensa por riesgo de incumplimiento en el caso de un préstamo o bono.   |
| <b>Prima por liquidez</b>                 | Recompensa por invertir en un activo que pueda no ser convertido rápidamente en efectivo a un valor de mercado conveniente. |
| <b>Prima por devaluación</b>              | Recompensa por invertir en un activo que no está nominado en la divisa propia del inversionista.                            |
| <b>Prima por vencimiento</b>              | Mayor sea el plazo en que vence el bono menor es la liquidez del título y mayores los riesgos de volatilidad.               |
| <b>Otros factores</b>                     | Estabilidad política, estabilidad macroeconómica y fiscal, situación del área geográfica del país, fortaleza bancaria.      |

nan a las emisiones de deuda soberana. En estos casos se evalúa la capacidad y voluntad de los gobiernos para amortizar su deuda de acuerdo con los términos de ésta. El sistema de calificación que se utiliza está basado en letras y no existe (como en el caso del EMBI+) un país tomado de referencia.

En el caso de Euromoney, por ejemplo, los estudios de riesgo país reposan sobre el análisis de distintos factores agrupados en tres categorías de indicadores: analíticos, crediticios y de mercado. Con éstos realiza una estructura ponderada que da lugar a niveles (*ratings*) de riesgo país sobre los que elabora a su vez una escala de posiciones (*ranking*) por país. El indicador con mejor desempeño, por categoría, alcanza el máximo peso (25, 10 ó 5); el peor obtiene cero. Todos los otros valores se calculan en términos relativos a estos dos. Para los indicadores de deuda, el menor valor recibe la ponderación más alta y el mayor valor recibe cero.

Las calificadoras más importantes en el ámbito internacional son Standard & Poor's, Moody's, Duff & Phelps y Fitch-IBCA. Las nomenclaturas utilizadas por cada una de ellas se presentan en el Cuadro 3.4.

En las calificaciones de Moody's se adicionan números (1, 2 ó 3) para mostrar la situación relativa de la categoría. Por otra parte, las calificaciones de las demás entidades mencionadas son modificadas agregándoles el signo más o el menos, reflejando la tendencia hacia la calificación más próxima.

Cuadro 3.3. Componentes de la calificación de riesgo

| Factores De Riesgo   | Ponderación (%) |    |
|--|-----------------|----|
| <i>Indicadores Analíticos</i>  |                 | 50 |
| Desempeño Económico basado en: 1) cifras de PNB per cápita; y 2) resultados de la encuesta realizada por Euromoney, donde cada calificación del país se obtiene del promedio de las proyecciones para los próximos dos años. | 25              |    |
| Riesgo Político definido como el riesgo de no pagar los compromisos derivados de las distintas modalidades de endeudamiento, así como la imposibilidad de repatriación de capitales.   | 25              |    |
| <i>Indicadores Crediticios</i>   |                 | 30 |
| Indicadores de Deuda basado en los índices del World Bank's Global Development Finance del año respectivo, incluyéndose: 1) deuda total/PNB; 2) servicio de la deuda/exportaciones; 3) cuenta corriente/PNB.                 | 10              |    |
| Deuda en Default o Preprogramada: se basa en el índice Deuda refinanciada/deuda total, tomado de World Bank's Global Development Finance,  |                 | 10 |
| Calificación Crediticia: los valores nominales se asignan a los ratings de Moody's, Standard & Poor's y Fitch-IBCA. Donde no hay rating asignado, el puntaje del país es cero.   | 10              |    |
| <i>Indicadores del Mercado</i>   |                 | 20 |
| Acceso a Financiamiento Bancario: porcentaje del PNB, de los desembolsos de préstamos privados, de largo plazo, no garantizados.   | 5               |    |
| Acceso a Financiamiento de Corto Plazo: disponibilidad de financiamiento a corto plazo, proveniente de créditos bilaterales de carácter oficial.   | 5               |    |
| Descuento por Incumplimiento: los registros de incumplimiento del país respectivo, comparados con el país de menor incumplimiento.   | 5               |    |
| Acceso a Mercado de Capitales: acceso de cada país a préstamos y deuda sindicada en los mercados internacionales a la fecha de la encuesta.  | 5               |    |

Cuadro 3.4. Nomenclatura de clasificaciones de riesgo

|                                      | Standard & Poor's | Moody's | Fitch-IBCA | Duff & Phelps |
|--------------------------------------|-------------------|---------|------------|---------------|
| <b>Grado de inversión</b>            |                   |         |            |               |
| Máxima Calidad                       | AAA               | Aaa     | AAA        | AAA           |
| Alta Calidad                         | AA+               | Aa1     | AA+        | AA+           |
|                                      | AA                | Aa2     | AA         | AA            |
|                                      | AA-               | Aa3     | AA-        | AA-           |
| Fuerte capacidad de Pago             | A+                | A1      | A+         | A+            |
|                                      | A                 | A2      | A          | A             |
|                                      | A-                | A3      | A-         | A-            |
| Capacidad adecuada de Pago           | BBB+              | Baa1    | BBB+       | BBB+          |
|                                      | BBB               | Baa2    | BBB        | BBB           |
|                                      | BBB-              | Baa3    | BBB-       | BBB-          |
| <b>Inversiones Especulativas</b>     |                   |         |            |               |
| Pago probable pero incierto          | BB+               | Ba1     | BB+        | BB+           |
|                                      | BB                | Ba2     | BB         | BB            |
|                                      | BB-               | Ba3     | BB-        | BB-           |
| Alto riesgo                          | B+                | B1      | B+         | B+            |
|                                      | B                 | B2      | B          | B             |
|                                      | B-                | B3      | B-         | B-            |
| Dudosa probabilidad de pago oportuno | CCC+              | Caa1    |            |               |
|                                      | CCC               | Caa2    | CC         | DDD           |
|                                      | CCC-              | Caa3    |            |               |
|                                      | CC                | Ca      |            |               |
|                                      | C                 | C       |            |               |
| Incumplimiento                       | D                 |         | DD         | DD            |

Cuadro 3.5. Escala de calificación de riesgo de corto plazo utilizada por las principales ECR

|           |  |
|-----------|--|
| <b>A1</b> | Alta capacidad de pago en tiempo, si tiene una característica crediticia especialmente fuerte, se asigna una calificación de A1+.                              |
| <b>A2</b> | Buena capacidad de pago en tiempo pero grado de riesgo respecto a las A1 es mayor y la capacidad de pago en tiempo podría verse afectada por cambios adversos. |
| <b>A3</b> | Adecuada capacidad de pago pero capacidad tiene más posibilidades de verse afectada ante cambios adversos que obligaciones de mayor categoría.                 |
| <b>B</b>  | Capacidad de pago en tiempo es incierta.   |
| <b>C</b>  | Existe un alto riesgo de incumplimiento.   |
| <b>D</b>  | Obligaciones que actualmente hayan incurrido en incumplimiento.  |
| <b>E</b>  | Obligaciones para las cuales no se dispone de información adecuada.  |

Cuadro 3.6. Ejemplos de calificaciones de riesgo de largo y corto plazo en moneda extranjera y moneda local. Basado en Fitch-IBCA para agosto 2003.

|                    | MONEDA EXTRANJERA |             | MONEDA LOCAL | OUTLOOK  |
|--------------------|-------------------|-------------|--------------|----------|
|                    | Largo Plazo       | Corto Plazo | Largo Plazo  |          |
|                    |                   |             |              | -        |
| <b>Argentina</b>   | DDD               | C           | CC           |          |
| <b>Brasil</b>      | B                 | B           | B            | Negativo |
| <b>Chile</b>       | A-                | F1          | AA-          | Estable  |
| <b>Colombia</b>    | BB                | B           | BBB-         | Negativo |
| <b>Costa Rica</b>  | BB                | B           | BB+          | Estable  |
| <b>Ecuador</b>     | CCC+              | C           | -            | Estable  |
| <b>El Salvador</b> | BB+               | B           | -            | Negativo |
| <b>México</b>      | BBB-              | F3          | BBB          | Estable  |
| <b>Panamá</b>      | BB+               | B           | BB+          | Negativo |
| <b>Perú</b>        | BB-               | B           | BB+          | Negativo |
| <b>Uruguay</b>     | B-                | B           | B            | Negativo |
| <b>Venezuela</b>   | CCC+              | C           | CCC          | Negativo |
| <b>EE. UU.</b>     | AAA               | F1+         | AAA          | Estable  |
| <b>Canadá</b>      | AA+               | F1+         | AAA          | Estable  |



Aquellos títulos que presentan baja probabilidad de incumplimiento son llamados como de Grado de Inversión. Por el contrario, aquellos que presentan mayor probabilidad de incurrir en incumplimiento son calificados como de Inversiones Especulativas.

Las calificaciones de corto plazo tienen un horizonte temporal de menos de doce meses, el énfasis se pone sobre la liquidez necesaria para cumplir con los compromisos financieros en tiempo y forma. En el Cuadro 3.5 se aprecia la escala de calificaciones de corto plazo. Finalmente en el Cuadro 3.6 se presentan a modo de ejemplo las calificaciones de riesgo de un grupo de países latinoamericanos. A título de comparación se agregaron los datos de Estados Unidos y Canadá.

### **Obtención de datos y proceso de calificación**

Para la calificación de riesgo país debe ser tenida en cuenta la posibilidad de que cambios políticos o económicos afecten el valor de las transacciones comerciales o financieras. Las fuentes del riesgo pueden clasificarse básicamente en dos categorías:

1. Aquellas que afectan al valor externo de la moneda en transacciones fuera de fronteras. Incluye la posibilidad de cambios en los marcos legales, regulatorios e impositivos de un país extranjero, que puedan producir una devaluación inesperada de la moneda extranjera con la que se realizan las transacciones.
2. Aquellas que afectan la capacidad de convertir las utilidades obtenidas en un mercado internacional a moneda nacional. Abarca las dificultades que pueden surgir para la repatriación de utilidades obtenidas en el exterior. Se incluye la posibilidad de que un gobierno extranjero pueda gravar, restringir o prohibir la repatriación de utilidades, capital o moneda extranjera, así como la posibilidad de cambios inesperados y adversos en el valor de la moneda local.

La cuantificación de riesgo país es un proceso complejo, especialmente en los países menos desarrollados, tanto por la incertidumbre sobre las políticas que se seguirán en busca del desarrollo económico, así como también por la dificultad de obtener datos confiables.

El proceso de calificación también busca distinguir entre la capacidad y la voluntad de pago de un país. Respecto de la capacidad de pago se tiende a analizar datos como la razón de servicio de deuda (servicio de deuda contratada / ingresos en moneda extranjera), cobertura de importaciones (reservas internacionales / importaciones) y la razón de la deuda externa (deuda externa / PBI) que permiten un acercamiento a la realidad de la economía en términos de compromisos externos. Por otro lado, se busca establecer cuál es la voluntad de pago de un país como factor primordial para la calificación del riesgo país. Con este fin se analiza principalmente el riesgo político, sin embargo la posibilidad de cuantificarlo depende de la metodología utilizada.

Muchas multinacionales y la banca internacional lo estiman utilizando los siguientes métodos (López Figueroa, 2002):

- Grand Tour: funcionarios calificados de la entidad interesada visitan el país extranjero para establecer conversaciones con representantes locales, socios potenciales de negocios y funcionarios del gobierno.
- Old Hands: realiza la estimación a través de la contratación de consultores del país extranjero, incluyendo académicos, funcionarios del gobierno y hombres de negocios de reconocida experiencia.
- Método Delphi: también utiliza expertos externos, pero estos deben realizar una investigación sobre determinadas características propuestas por quien desea evaluar el riesgo político de un país. La investigación culmina con la creación de un índice.

Cada uno de los métodos tiene sus dificultades (en el capítulo 4 se presenta un análisis más detallado sobre las limitaciones). El primero tiende a producir una imagen borrosa de los países; el segundo conlleva la aparición de problemas entre administradores y propietarios de una empresa debido a la existencia de información asimétrica, donde los administradores buscan su propio beneficio. Por último, el método Delphi depende en gran medida de las características definidas o de las ponderaciones escogidas al inicio del proceso. Si en dichas ponderaciones se omitió algún punto importante, el riesgo político puede no ser el verdadero.

No debe dejar de considerarse el problema relacionado con la gran asimetría de información existente entre los prestamistas y los gobiernos extranjeros. Esto se da principalmente al momento de recabar datos, tanto en la actualización como en la certeza de los mismos, así como en la in-

tención de los líderes políticos de las naciones analizadas. Por ello puede suceder que los signos de alerta de un cambio político adverso puedan ser evidentes solamente cuando ya sea muy tarde para llevar a cabo un ajuste defensivo en la estrategia de inversión.

## **La influencia en los mercados de capitales**

Es verdaderamente significativa la influencia de las calificadoras de riesgo en el movimiento de capitales y son variados los ejemplos que llevan a plantear esta afirmación, tanto en países industrializados como en desarrollo. El ex presidente de Brasil, Fernando Henrique Cardoso (2002), cuestionó a las empresas calificadoras de riesgo, enfatizando que existe una especie de miopía de los mecanismos financieros respecto de latinoamérica: “se trata de que los mecanismos de financiación, que se han vuelto internacionales, por una percepción a menudo equivocada de una situación real, anticipan dificultades y frenan la continuidad del proceso de financiación; los giros, de alguna manera, disminuyen. Entonces, lo que pasa es que se induce a una crisis. Yo nunca he visto, creo que es raro ver en la historia lo que está pasando con algunos de nuestros países, donde empiezan a hablar de moratoria cuando nadie en el país pensó en eso y cuando la situación efectiva no lleva a eso”.

Es posible argumentar que las calificadoras de riesgo han aumentado la interdependencia del orden internacional actual. En el complejo mundo multicéntrico compuesto por actores muy diversos y relativamente autónomos, con procesos y reglas propias, la economía global ha adquirido un papel relevante. La mundialización de los mercados financieros y su comportamiento determina movimientos de capital, el crédito y por tanto las economías de los países y la calidad de vida de los individuos. Es en ese nivel donde las calificadoras de riesgo inciden en ciertos aspectos de la política económica de los gobiernos.

Las ventajas y desventajas de las empresas calificadoras de riesgo son variadas y dependen de cual sea el objetivo buscado al analizar la calificación. Entre las ventajas se postula que constituyen una fuente precisa y actualizada de información, el proceso de calificación es continuo representando un importante insumo para la diversificación de carteras y esa calificación es clara y entendible por diferentes agentes.

En cambio, entre las desventajas se indica que la calificación en realidad no es “precisa” ya que es una opinión que depende en gran medida de la credibilidad en la empresa calificadora, que a su vez está limitada por la independencia de las entidades a ser calificadas, rigurosidad técnica, cobertura de información, etc. También existe una falta de datos confiables en países subdesarrollados y las evaluaciones sufren una fuerte influencia en los mercados de capitales. También se cuestiona que en muchos casos la calificación la realiza una o pocas personas sin mayores conocimientos sobre las realidades económicas y políticas de las naciones que analizan e, incluso, sin buen conocimiento del castellano o del portugués. El proceso en muchos casos se realiza desde ciudades del Norte, enfrentando problemas en el acceso a la información, dependiendo del uso de internet o fuentes locales nunca bien precisadas.

Además, también genera suspicacias la rapidez con la que cambian las calificaciones. Si la metodología empleada por las ECR es un proceso complejo, es difícil aceptar que por un cambio de política o por un anuncio del gobierno, en pocas horas cambie la calificación de un país. Si se plantea por parte de las ECR la dificultad de obtener datos confiables en los países emergentes, se hace todavía más difícil entender estos repentinos cambios. Otro aspecto fundamental es la dificultad de obtener una verdadera independencia de las empresas calificadoras de riesgo respecto de las emisiones a ser calificadas. Muchas ECR son propietarias de empresas, bancos o entidades financieras, y por ello su posible interés en las calificaciones de los diferentes países de manera que puedan provocar una posible movilidad de capitales.

Por otro lado, se desprende de los indicadores considerados así como de la metodología empleada, que las evaluaciones sobre los aspectos sociales o ambientales no se incorporan de manera adecuada. En aquellos casos en que logran ser tenidas en cuenta pueden desencadenar un efecto contrario: mayores exigencias sociales o ambientales pueden incrementar el riesgo país. Estos y otros aspectos se analizan en los capítulos siguientes.

Si bien las ventajas son importantes tanto para emisores como para inversores, las consecuencias que podrían tener las desventajas son de destacada relevancia. Si bien la calificación de riesgo es una opinión, la evaluación juega un rol preponderante para los países latinoamericanos ya que un cambio de nota podría significar una afluencia de inversiones,

mientras que una negativa desencadena la retirada de capitales y, en algunos casos, provoca una crisis. Esto fue lo que sucedió en diferentes países luego de un cambio desfavorable en la calificación.

Bajo estas circunstancias, está claro que es necesario desarrollar una nueva metodología de calificación del riesgo país que incorpore aspectos sociales y ambientales y se construya bajo otra metodología y, además, apunte en primer lugar a otros destinatarios: los ciudadanos de América Latina.

## 4. LA NECESIDAD DE UNA CALIFICACIÓN ALTERNATIVA DEL RIESGO PAÍS

---

Eduardo Gudynas

Las calificaciones convencionales de “riesgo país” tienen enormes impactos sobre las economías latinoamericanas. Esas evaluaciones terminan convirtiéndose en sí mismas, en fines de las políticas nacionales, enfatizando los componentes económicos y marginando aspectos sociales y ambientales. Las empresas “calificadoras de riesgo” se han hecho muy conocidas en América Latina, actuando directamente sobre los despachos de los ministerios y los consejos directivos de las empresas. En algunos casos han estado envueltos en las crisis económicas, contribuyendo a desencadenar múltiples problemas con enormes repercusiones.

Frente a la enorme importancia que han logrado esas evaluaciones es necesaria una mirada crítica que permita desnudar sus limitaciones y sus consecuencias. En este capítulo se examinan algunas de esas limitaciones, se presentan diversos ejemplos del papel que desempeñan en varias naciones y se postula la necesidad de evaluaciones alternativas que permitan superar algunos de estos problemas.

Recordemos que las calificadoras realizan evaluaciones de países, municipios o comunidades autónomas y empresas privadas o estatales. Las más conocidas en América Latina son las calificaciones sobre países. En su expresión más común, esas agencias dividen sus notas en dos gran-

des categorías: inversión (donde existe una baja probabilidad de incumplimientos) y especulación (donde la posibilidad de incumplir es mucho mayor). Los procedimientos se explican en detalle en el capítulo de Gorfinkiel y Lapitz en este volumen.

Algunas de estas prácticas tienen una larga historia; la empresa Poor's realizaba calificaciones en la década de 1920, llegando a cubrir todos los países latinoamericanos (en esos tiempos todos recibían una calificación especulativa, excepto Argentina), y otro tanto hacía Standard Statistics en la década de 1930. Esas dos empresas se fusionaron años más tarde en la hoy conocida Standard & Poor's, que ha realizado calificaciones durante años, pasando de diez naciones evaluadas a inicios de la década de 1980 a cien países en 2001.

Actualmente, la cobertura de esas agencias de calificación es enorme, ya que abarca desde la situación de países a los más diversos tipos de empresas y fondos; en 2002 se calculaba que ese espectro de entidades bajo evaluación representaba  $30 \times 10^{12}$  dólares (Toussaint, 2004). Standard & Poor's posee mil analistas en 21 países, Moody's emplea a más de 700 analistas en 15 países y Fitch tiene 600 analistas que estudian 75 países (Toussaint, 2004).

## Calificación y riesgo

La calificación del “riesgo” tiene un sentido estrictamente económico; el énfasis está puesto en evaluar una situación actual y sus consecuencias hacia el futuro, en especial la capacidad de pagar deudas o lograr rentabilidad. Por ejemplo la empresa calificadora Fitch-IBCA (con fuerte presencia en América Latina) sostiene que sus evaluaciones son “una opinión sobre las condiciones de un emisor o de una emisión de títulos de honrar sus compromisos financieros, tales como el pago de intereses, de dividendos preferenciales o de pago de la deuda principal, en el plazo esperado”. Esa calificación no apunta a ofrecer información a la población de la nación evaluada, sino que es dirigida a los inversores, y la mayor parte de ellos se encuentran fuera de fronteras, y le prestan mucha atención ya que los orienta sobre las posibilidades de recibir beneficios o recuperar su capital (Fig. 4.1).



Figura 4.1. Ejemplo de un reporte informativo sobre calificación de Standard & Poor's. El ejemplo es para Brasil en 2000. El reporte incluye: (1) calificación y previsión, (2) historia de las calificaciones, (3) historia de defaults previos, (4) datos básicos (población y PBI per capita), (5) gobierno actual, (6) calendario de elecciones, (7) analista responsable (en este caso ubicado en Nueva York), (8) texto principal del análisis.



Esta fuerte presencia de las calificaciones se debe a la proliferación de nuevos mecanismos de inversión y, en especial, a un creciente aumento de la inversión especulativa, donde existen muchas personas y fondos dispuestos a tomar mayores riesgos buscando obtener mejores rentabilidades. Los propios gobiernos del sur están interesados en ser evaluados como medio indispensable para recibir inversiones; a pesar de que se quejan de esas evaluaciones, pagan por ellas y cuando son buenas las muestran con orgullo. En ese contexto, el libre flujo de los capitales es un elemento esencial, asegurando que la inversión pueda entrar a un país con total facilidad, los beneficios se puedan retirar libremente y que en caso de peligro se pueda repatriar el grueso de los capitales. Esta liberalización del capital es justamente lo que se desea profundizar en acuerdos comerciales como los del Area de Libre Comercio de las Américas (ALCA) o los Tratados de Libre Comercio (TLC) entre Estados Unidos con varias naciones latinoamericanas.

Esas evaluaciones apuntan a desentrañar el desempeño económico y por lo tanto se atenderán, en especial, indicadores como la *performance* de la economía, su nivel de endeudamiento, el ritmo de las exportaciones, etc. Sólo se incluyen variables de otro tipo en la medida que pueden afectar el desempeño económico; el ejemplo típico es la consideración de un “riesgo político” dentro del cálculo del riesgo país, considerando aquellas medidas gubernamentales que pueden afectar el libre flujo de capitales, la toma de utilidades, el mantenimiento de los contratos, etc.

### **Una calificación parcializada**

Las calificaciones de riesgo convencionales son parciales. Las agencias calificadoras, si bien en algunos momentos reconocen que sus evaluaciones son esencialmente “opiniones”, en realidad se esfuerzan mucho más por demostrar que son estudios objetivos, rigurosos, confiables y útiles. No sólo defienden la calidad de su producto sino que existe una competencia entre ellas por acceder a clientes que contraten sus servicios.

Sin embargo, se pueden enumerar varios aspectos que dejan en claro sus limitaciones. En primer lugar, las calificaciones están restringidas a objetivos económicos. Los componentes sociales o ambientales no son

considerados, y en aquellos casos que son incorporados pueden tener un efecto contrario debido a que pueden reducir la rentabilidad de un emprendimiento.

Por ejemplo, en las evaluaciones convencionales más del 65% del peso de la evaluación recae en aspectos como el endeudamiento, el desempeño económico, niveles de financiamiento, etc. En el mismo sentido, Sevares (2002a) advierte que las calificaciones de Moody's y Standard & Poor's en más de un 90% están explicadas por seis factores económicos y financieros tradicionales (ingreso per capita, crecimiento del PBI, inflación, deuda externa, nivel de desarrollo económico, historia de cesaciones de pagos). Esos aspectos económico-financieros están centrados en la rentabilidad ya que deben reflejar las capacidades de repago.

La dependencia sobre estos factores explica otra limitación asociada, donde en momentos de bonanza económica las calificaciones sobrevaloran la situación de los países, mientras que en momentos de crisis se tiende a subvalorar. Esto determina que la calificación aparece como rígida, y que una vez obtenida una buena nota tiende a sobrevalorarse el desempeño del deudor, pero cuando éste cae en una crisis, se acentúan todavía más las calificaciones negativas y por lo tanto se convierte en un nuevo impedimento para la recuperación.

Incluso se han sucedido las críticas sobre la real eficiencia de las calificaciones en el terreno estrictamente económico. En un análisis sobre la efectividad de los "ratings" frente a crisis monetarias y *defaults*, Reinhart (2002) concluye que esas calificaciones "sistemáticamente fallan en predecir las crisis monetarias" aunque lo hacen mejor frente a las cesaciones de pago (lo que guarda cierta ironía, ya que el *default* representa el caso extremo de rompimiento del acuerdo del crédito). Un ejemplo impactante de esas limitaciones se observó con la calificación positiva que otorgaba Moody's a la empresa Enrom, a pesar de las prácticas ilegales que llevaba adelante y que desembocaron en su colapso (Toussaint, 2004).

En segundo lugar, los aspectos sociales son minimizados y los ambientales por lo general están ausentes. Tal como se ilustró en el capítulo sobre metodologías, los componentes sociales o ambientales no son incorporados. Recientemente ha aumentado el debate sobre el "riesgo político", aunque éste está enfocado en cómo afecta el ambiente económico, mientras que algunos indicadores mixtos (como el International Country Risk

Guide – ICRG) que incluye evaluaciones económicas y políticas, presentó serias deficiencias en recientes crisis (Linder y Santiso, 2002). Los contados casos donde se incorporan aspectos ambientales o sociales, el sentido de la calificación puede ser inverso, tal como se comenta más abajo.

En tercer lugar, el sentido de la influencia que se otorga a los diferentes factores también es cuestionable. Por ejemplo, si el parlamento desea elevar el salario mínimo y enfrenta una polémica contra el presidente, el riesgo país usualmente se eleva, dado que se razona que el poder legislativo desencadena un manejo más licencioso de una economía nacional. De hecho, las calificadoras convencionales recompensan los gobiernos fuertes y con cierto sentido autoritario. Frente a esa perspectiva se puede argumentar que tanto el debate parlamentario como los controles sobre la gestión presidencial fortalecen los mecanismos democráticos y, por lo tanto, deberían reducir el riesgo país.

En el caso de los aspectos sociales y ambientales esta problemática es todavía más aguda. Pongamos un ejemplo concreto: la calificadora Fitch ha realizado un análisis sobre el efecto de las regulaciones ambientales sobre la generación de energía en varios países industrializados, donde se advierte que la obligación de instalar tecnologías de control de la contaminación puede reducir las ganancias y aumentar los costos de producción (Fitch 2001). Desde esa visión, las mejoras ambientales son vistas como factores que aumentan el riesgo, ya que a juicio de Fitch, alteran la habilidad de las empresas energéticas en alcanzar sus obligaciones financieras. Se considera incluso que esas exigencias ambientales pueden ser de tal envergadura que es “más costo-efectivo cerrar una planta” de energía que mantenerla operando. Por lo tanto, una mejor normativa ambiental aumenta el “riesgo” y desalienta a los inversores.

A este ejemplo se le pueden sumar otros tantos que demuestran que estas calificaciones ignoran los componentes políticos, culturales, sociales y ambientales del desarrollo, o bien sólo los incorporan en análisis del tipo costo/beneficio por sus efectos sobre el beneficio económico. Se llega así a un cuarto problema que reside en que estas evaluaciones se nutren del marco conceptual de los análisis costo/beneficio, y por lo tanto sus componentes deben ser expresados por su valor económico y cualquier otra forma de valoración es ignorada o marginalizada.

En quinto lugar, más allá de la pretensión de ser objetivas y precisas, en realidad esas notas indican expectativas, con un fuerte componente subjetivo. En muchos casos lo hacen equipos técnicos de unas pocas personas ubicadas en oficinas en Europa o los Estados Unidos, con un conocimiento limitado de las realidades de cada país latinoamericano, basándose en contactos telefónicos, relevamientos de la prensa disponible en internet o reportes gubernamentales, todo lo cual es ciertamente limitado. Algunos documentos de las propias empresas reconocen que sus evaluaciones son apenas “opiniones”.

Pero es aún más sorprendente saber que cuando una empresa calificadora es demandada judicialmente por sus evaluaciones, se defienden sosteniendo que sólo ofrecen opiniones. En efecto, las calificadoras que han debido afrontar demandas en Estados Unidos se han amparado en la enmienda constitucional que protege la libertad de expresión de la prensa, poniéndose en el mismo lugar que un periódico, igualando a sus técnicos con periodistas (Klein, 2004a). Esto es paradójico, ya que las empresas venden esos servicios anunciando objetividad y capacidad evaluadora. Por situaciones como esta, la Asociación de Profesionales de las Finanzas (que agrupa a 14 mil ejecutivos de finanzas de corporaciones en EE.UU.) junto a organizaciones similares de Inglaterra y Francia, emitieron un comunicado en 2004 indicando que no confían en la credibilidad y rigurosidad de las grandes empresas calificadoras (Moody's, Standard & Poor's y Fitch) y reclamaron un nuevo código de conducta.

En otros casos la objetividad está jaqueada en otro flanco, tal como se desprende de las denuncias sobre altos ejecutivos de las calificadoras que simultáneamente ocupan puestos en empresas evaluadas. Esa situación ha sido denunciada en el caso de Moody's, incluyendo el caso de la quiebra fraudulenta de WorldCom: C.L. Alexander, presidente de Moody's, la empresa propietaria de la calificadora Moody's Investor, estuvo por 19 años en el consejo de dirección de MCI Communications, una compañía evaluada por Moody's, y que fuera absorbida por WorldCom. Alexander se mantuvo en el consejo de dirección de la nueva empresa hasta 6 meses antes de la quiebra fraudulenta de WorldCom; durante todo ese lapso, y a pesar del declive notorio de la compañía, Moody's siempre le otorgó buenas calificaciones.

En sexto lugar, en las calificaciones de países se observa que se traspasan conceptos y métodos propios de la evaluación de una empresa a todo un país, olvidando que una compañía es una organización muy diferente a una nación. Se cae así en usos y atributos expandidos como si fuera una evaluación del estado de una nación o la marcha de toda su economía. Un ejemplo de esa confusión se vivió cuando Japón recibió una calificación inferior a la de Botswana (Cuadro 4.1). Las compañías deben mantener niveles de rentabilidad y enfocan la eficiencia atendiendo su productividad, y esto no es necesariamente aplicable para un país, donde las metas esenciales radican en la calidad de vida de la población.

De alguna manera la calificación convencional de riesgo país es indiferente al sentido y calidad de las políticas nacionales en desarrollo; al calificador de una agencia no le interesa si los dineros públicos van a parar al ministerio de salud o al gasto militar, sino que sólo está preocupado por las posibilidades de repago de la deuda.

En séptimo lugar, las calificaciones si bien están enfocadas en un país sufren de fuertes influencias por la situación de los países adyacentes (Kaminsky y Sckmukler, 2002). En el caso de América Latina, la situación de México y Brasil incide directamente en los “*ratings*” otorgados a todos los demás países vecinos. Por lo tanto, pongamos por caso, la calificación de Uruguay o Bolivia está determinada en gran medida por la evaluación y expectativas que se tiene de la economía de Brasil. Además, los llamados “mercados emergentes” de los países del sur, donde se encuentra América Latina, significativamente reciben calificaciones menores; un reciente estudio comparativo entre países desarrollados y en desarrollo a la salida de una crisis, muestra que los mercados emergentes reciben evaluaciones más bajas (Reinhart, 2002).

En octavo lugar, recientemente han salido a la luz prácticas de calificaciones “hostiles”: se califica a una empresa a pesar de que ésta no lo solicita y después se les ofrece ese servicio. Las compañías que no aceptan esas evaluaciones han recibido bajas calificaciones, que dañan sus negocios y su imagen. Uno de los casos más conocidos lo sufrió Hannover Re, una empresa alemana que es una de las reaseguradoras más grande del mundo y que fue calificada por Moody’s, sin haberlo solicitado y en forma gratuita. Mas tarde Moody’s intentó venderle ese servicio a Hannover Re en varias ocasiones, a lo cual la empresa alemana se negó, en tanto contaba con

evaluaciones de otras empresas. El resultado fue que Moody's sistemáticamente otorgaba calificaciones más bajas a la empresa alemana (más bajas que las asignadas por otras evaluadoras), afectando su cotización, desencadenando pérdidas que alcanzaron los 175 millones de dólares (Klein, 2004b). El caso cobró notoriedad ya que los ejecutivos alemanes de Hannover Re decidieron hacerlo público en su larga resistencia a Moody's. En otro caso conocido, una agencia escolar del estado de Colorado (EE.UU.) denunció a Moody's en 1996 por haberle asignado una calificación que nunca solicitó, a pesar de haber rechazado sus ofrecimientos de contratarla. El Departamento de Justicia investigó a Moody's, sin llegar a un resultado sobre la calificación en tanto la empresa se amparó en la enmienda que protege a la prensa sosteniendo que sus informes son "opiniones". Sin embargo, se multó a Moody's con 195 mil dólares por obstruir la justicia durante el proceso y la destrucción ilegal de documentos (Klein, 2004b).

Por estas y otras razones, la calificación de riesgo ha dejado de ser meramente una evaluación que provee información y ha cobrado en parte características de instrumento que incide sobre la economía que está evaluando. Diversos estudios apuntan a que existe una "causalidad de dos vías" entre la calificación de la deuda y el mercado, donde no solo "los mercados internacionales de capital reaccionan con cambios a las calificaciones, sino que las calificaciones sistemáticamente reaccionan (con una latencia) a las condiciones de los mercados" (Reinhart, 2002). En el desarrollo de una crisis esa influencia cobra enorme importancia, ya que el riesgo país se convierte en un factor que incide en las situaciones diarias. Es una situación paradójica donde se busca "medir" con una "regla" que constantemente está afectando el objeto en medición. Esos efectos no son meramente un "error" ni tienen características aleatorias, sino que responden a las lógicas de los inversores y son funcionales a sus intereses y, por lo tanto, esas influencias sobre las economías domésticas esencialmente apuntan en el mismo sentido. Además, este aspecto hace necesario considerar que ese instrumento en realidad adiciona nuevas incertidumbres; por lo tanto, si bien se lo aplica buscando reducir las ambigüedades termina siendo un nuevo factor en generarlas, especialmente en otros planos.

## Cuadro 4.1. TESTIMONIOS

### ARGENTINA 2001

#### El “riesgo país” es sólo la foto parcial de una Argentina más amplia

*Horacio Chighizola, vice-canciller de Argentina*

El concepto de “riesgo país” continúa con una amplia difusión, al punto de que se ha convertido en tema de conversación diaria y objeto de información constante por parte de los medios de comunicación. A cada minuto la atención está puesta en la variación de un índice que, como tal, refleja apenas una porción muy pequeña de una realidad mucho más abarcativa como lo es la de la Argentina.

Tomemos el siguiente ejemplo: por cada minuto de una película se suceden 1.260 fotogramas que, tomados en forma separada, no brindan mayor información sino apenas una pincelada. La foto del “riesgo país” no es más que eso, una visión acotada a un momento determinado bajo condiciones y variables específicas que se modifican en forma constante. Aunque valiosa como medición puntual, esa “instantánea” no nos debe hacer perder de vista el desarrollo de la “película” que ofrece la Argentina.

*La Nación, Buenos Aires, agosto de 2001*

### ECUADOR 2001

#### Riesgo país de Ecuador, peor que el de Argentina

El ministro ecuatoriano de Economía, Jorge Gallardo, afirmó que el índice “riesgo país” de Ecuador subió a niveles superiores que el de Argentina, debido a la reducción del impuesto al valor añadido (IVA) del 14% al 12%, ordenada por el Tribunal Constitucional. El riesgo país es “mayor que el de Argentina, lo cual es dramático desde todo punto de vista”, indicó el ministro, al señalar que todo ello es producto de la baja del IVA. Gallardo agregó que esa decisión incidió en los mercados de inversión que se han alejado del país y han causado el aumento consecuente del EMBI.

*La Prensa, Panamá, agosto, 2001*

### JAPÓN 2002

#### Cuando Japón vale menos que Botswana

A Japón, segunda economía mundial, lo calificaron por debajo de Botswana, donde la expectativa de vida es de 37 años y el 60% sobrevive con 2 dólares. Japón, segunda economía mundial y muy integrada socialmente, fue deshonrado. La calificadora Moody's le puso una nota más baja que a Bostwana, paupérrimo país africano.

El poder de las calificadoras de riesgo y del propio riesgo país nace del relevante papel que las finanzas y la valorización financiera del capital ganaron sobre la economía mundial. Es decir, del dominio del dinero que produzca dinero por sobre una economía que desarrolle en equilibrio a sus mercados y sus habitantes.

Lo de Moody's fue grotesco. Por el peso de la deuda interna japonesa sobre el PBI (150%) —ratio que para la agencia podría derivar en un futuro *default*— bajaron la nota de Aa3 a A2, rango de Latvia o Chipre e inferior a Bostwana. El gobierno y las empresas niponas reaccionaron con furia. Al premier Junichiro Koizumi lo irritó que tenga mejor nota que Japón un país al que dan cooperación humanitaria...

---

Rogério Studart, de la Comisión Económica Para América Latina (CEPAL) tiene su opinión sobre estos índices. Estos índices, dijo, "hoy funcionan como profecías autocumplidas. En la crisis del sudeste asiático de 1997 se los criticó por no prevenir. Por eso ahora acompañan el sentir del mercado: si hay síntomas de problemas, lo potencian dando "malas notas" o actuando procíclicamente". Las calificaciones son letales en países que dependen del financiamiento externo.

*Clarín, julio de 2002*

### CHILE 2003

#### Brasil sube el riesgo país de Chile

La baja de calificación de Brasil aumentó el riesgo país de Chile. En agosto, la calificadoradora de riesgo JP Morgan aumentó la calificación de la deuda chilena. Ello se produce como resultado de las expectativas de los inversores frente a la posibilidad de que la economía brasilera pueda empeorar.

Este hecho demuestra que el riesgo país está fuertemente influido por consideraciones externas a los propios países definidas por las calificadoras de riesgo ya que el temor sobre la economía de Brasil surge una vez que éstas calificadoras deciden bajar la calificación de este país.

*El Mercurio, agosto 2003, Chile*

### BOLIVIA 2003

#### El riesgo del país se dispara por la última crisis social y política

La Standard & Poor's redujo ayer la calificación para la deuda de largo plazo de Bolivia, de estable a negativa. El país se sitúa entre las naciones con mayor riesgo de la región. S&P dijo que puede continuar la volatilidad política en el país, lo que podría poner en riesgo el servicio de su deuda y, en consecuencia, bajar mas aún el índice de grado de inversión a la escala siete (C). Sobre la percepción de incertidumbre sobre el futuro, S&P también baja su panorama para la calificación a negativo desde estable, lo que significa que su próxima acción podría ser un nuevo recorte de la nota.

Después del enfrentamiento entre policías y militares y los saqueos del 12 y 13 de febrero de este año, Standard & Poor's baja la perspectiva estable (B) a negativa (B-) para el riesgo soberano de Bolivia, calificación que condiciona y/o encarece la atracción e inversiones. Fue el primer golpe a la economía. Por la convulsión de octubre, la S&P redujo la calificación para la deuda soberana de Bolivia a largo plazo a negativa (B-) y la perspectiva a negativa.

*La Razón, La Paz, Bolivia, octubre 2003*

---

---

## Riesgo país convencional e inversión

El papel de las calificadoras de riesgo convencionales no puede ser analizado aisladamente del aumento de los flujos de inversión extranjera que ha recibido América Latina durante diversos períodos de tiempo. En esas circunstancias cobró mucha importancia asegurar la calidad de la información sobre la situación de las empresas que recibían esas inversiones, así como sobre el estado de cada uno de los países. Tampoco puede olvi-



darse el papel del endeudamiento externo, en tanto la marcha de la emisión de deuda soberana está fuertemente influenciada por las calificaciones.

El proceso se amplifica ya que a las emisiones de papeles de deuda tradicionales se han sumado nuevos actores emisores, y sobre ellos se han instalado los “productos derivados”, tales como las opciones de compra a futuro etc., que mueven volúmenes de dinero todavía mayores. Este proceso ha determinado que existan más productos derivados que los “activos subyacentes tangibles a los que supuestamente cubren”, de donde se cubren “más riesgos de los que hay” y por lo tanto se crean nuevos riesgos (Toussaint, 2004), que a su turno requieren nuevos derivados y nuevas calificaciones a cada paso.

En esencia, las calificaciones intentan reducir la asimetría en la información entre quienes otorgan el crédito y quienes lo reciben, que empeñan una promesa de pago (Aglieta, 2000). En ese terreno existe toda una problemática sobre el manejo de la información que se analiza con más detalle en el capítulo 8.

Estos factores demuestran que la “actividad económica se afecta de manera directa por el riesgo país a través de su impacto en los flujos de inversión” (Parodi Trece, 2003a). Allí se abre la puerta por la cual la calificación convencional termina incidiendo en las políticas nacionales: los gobiernos desean tanto atraer inversiones externas y para ello buscan hacer bajar su calificación de riesgo país, como pagar el menor interés posible en su endeudamiento externo.

El papel de esos inversionistas se agiganta ya que inciden en varios niveles, desde las empresas locales que han adquirido a la tenencia de papeles de deuda. Los inversores se convierten entonces en nuevos jueces, tal como advierte Parodi Trece (2003a): “en una economía globalizada abierta a los flujos internacionales de capital, los principales jueces de la situación macroeconómica son los inversionistas”.

Esos inversionistas, en general, antes que atender a los países en forma aislada, observan a regiones completas. En ese plano aparece otra limitación de las calificaciones de riesgo referida a las fuertes condicionalidades regionales que se mencionaron arriba.

## Riesgo país convencional y gestión pública

A pesar de minimizar los aspectos sociales y ambientales, las calificaciones tienen enormes repercusiones dentro de cada país: afectan las decisiones políticas y económicas, pueden desencadenar corridas bancarias, estimulan o bloquean inversiones y condicionan la base productiva. Consecuentemente la influencia de las calificaciones se extiende hasta afectar el empleo, la calidad de vida y las condiciones ambientales.

El mantenimiento de una calificación se puede convertir en un objetivo central de la política económica de un gobierno, donde se aspira a una calificación que otorgue el “grado inversor”. Ese reconocimiento tiene, sin duda, aspectos positivos (en especial por una reducción de los intereses que se deben cubrir sobre las emisiones de deuda), pero que a la vez se convierte en justificación de ajustes económicos rigurosos y, en muchos casos, perversos. Existen varios ejemplos de esos casos. Más adelante se comentan brevemente los casos de Brasil, Argentina y Uruguay. Esas y otras situaciones muestran que el uso de riesgo país aparece fuertemente asociado al endeudamiento nacional y la crisis de la deuda; cuestión que escapa al propósito de esta obra y por lo tanto no será analizada en detalle, pero que es importante tener presente (ver por ejemplo Toussaint, 2004).

En Brasil el riesgo país comenzó a sufrir fuertes incrementos en 2002 al aumentar las posibilidades de elección de Luiz Inacio “Lula” da Silva a la presidencia. Los analistas de las evaluadoras entendían que una posible presidencia de Lula podría revertir las reformas de mercado de la administración de F.H. Cardoso (Sares de Lima, 2003). El indicador EMBI+ de Brasil en 2002 superó los mil puntos en Mayo y los dos mil puntos en Agosto, con picos que casi alcanzan los 2.500 puntos (Fig. 4.2). Paralelamente se observaba una salida de capitales, caída en la bolsa de Sao Paulo y devaluación de la moneda. Ante esta situación se tomaron diversas acciones para “calmar” los mercados, enfatizando el compromiso con la disciplina fiscal, la apertura comercial, la liberalización de los flujos de capital y otras medidas en consonancia con los reclamos y expectativas de actores claves tanto nacionales como extranjeros. En agosto de 2002, durante el último tramo de la presidencia de F.H. Cardoso tuvo lugar el impactante hecho de que los cuatro candidatos presidenciales prometieron al presidente respetar el acuerdo de gobierno con el FMI. El entonces candi-

dato, “Lula” da Silva, aceptó dar esa promesa públicamente y además elevó una carta, la que complementaba un documento presentado al electorado unos meses antes (“Carta al Pueblo Brasileño” de junio 2002) que apuntaba en el mismo sentido.

Lula da Silva ganó la elección nacional y desde entonces aplicó una política económica muy convencional, que en algunos aspectos voluntariamente va más allá de los requisitos del FMI. Consecuentemente el riesgo país convencional tiene una tendencia a la baja (en diciembre 2002 bajó al nivel de 1 500 puntos y a menos de mil en marzo 2003). A lo largo de su gestión una y otra vez se presentó la reducción del riesgo país como una meta de la gestión. Por ejemplo, el presidente del Banco Central, H. Meirelles, defiende las resistidas alzas en las tasas de interés ya que “es preciso, entre otras cosas, que el riesgo país siga cayendo” (Folha Sao Paulo, 3 diciembre 2003); esos altos intereses siguen atrayendo dinero a los mercados financieros pero no necesariamente a los emprendimientos productivos. De todas maneras han tenido lugar algunos sobresaltos, lo que ha servido para justificar medidas que refuerzan el programa económico conservador que agrada a los inversores extranjeros y las instituciones financieras multilaterales (incluyendo medidas como el aumento voluntario del superávit).

En Uruguay se vivieron situaciones similares y más dramáticas. A

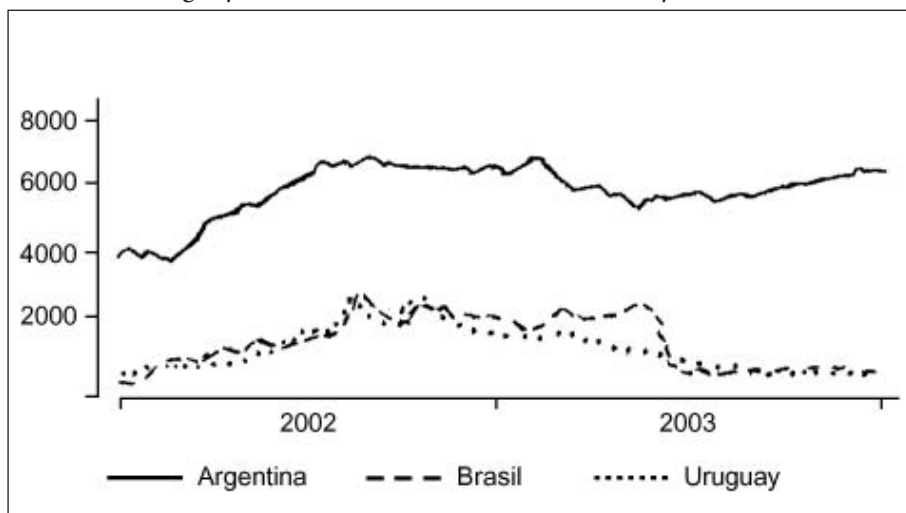


Figura 4.2. Evolución comparada del riesgo país en Argentina, Brasil y Uruguay (2002-2003). Indicador EMBI+.

pesar de que la crisis económica se agudizaba a inicios de 2002, el entonces ministro de economía Alberto Bensiñ justificaba medidas como nuevos ajustes y aumento de tributos, para mantener el “grado inversor” de la deuda uruguaya. El mercado es revestido con una “identidad propia” y por ello la prensa se refiere a éste como “mercado tranquilo” o “mercado nervioso”, cobrando una jerarquía enorme sobre los tomadores de decisiones así como en el resto de la ciudadanía. Bajo esas condiciones, la política económica queda supeditada a los intereses de inversores y de los mediadores de su “percepción” - las agencias calificadoras. Se podría responder que esas empresas lo único que hacen es ofrecer señales sobre la situación de un país, pero en realidad también son parte del problema ya que sus notas afectan a los agentes económicos y, desde allí, inciden en el diseño de las estrategias de desarrollo.

En el caso uruguayo, la crisis avanzó durante 2002, donde las evaluaciones diarias del riesgo país dejaron de ser un instrumento neutro de medición para convertirse en un factor de incidencia directa, acelerando la pérdida de depósitos en los bancos y la caída de la cotización de la deuda soberana. El proceso desembocó en la crisis bancaria y económica de mediados de 2002, que llevó a la quiebra a los tres mayores bancos privados del país y obligó al gobierno a endeudarse todavía más. Los sucesivos informes de las calificadoras, incluyendo la pérdida del “grado de inversor” y otros cambios en las calificaciones, se convirtió en un factor que aceleró todavía más la debacle bancaria. Por ejemplo, en mayo Fitch bajó en tres niveles la calificación de la deuda uruguaya, advirtiendo sobre las limitadas capacidades para manejar la crisis bancaria en marcha, lo que aceleró todavía más la salida de depósitos bancarios en los días siguientes.

Finalmente, el caso más dramático se vivió durante la crisis en Argentina. Especialmente en 2001, el “riesgo país” se convirtió en un fantasma que penetró la vida cotidiana de los argentinos, mientras el gobierno lo usaba como justificativo en diversos planes de ajustes. En esos tiempos, en los noticieros televisivos en el horario central se brindaba día a día la calificación del riesgo país, tal como si fuera la temperatura. A inicios del 2001 el riesgo país de Argentina apenas superaba los 600 puntos, trepó a un pico en el orden de 5.500 puntos a final del año, siguió subiendo durante el 2002, con un pico que superó los 7 mil puntos a mediados de ese año, para descender poco a poco durante el 2003 hacia los 5 mil puntos

(Fig. 4.2). Sus vaivenes seguían los debates políticos, reaccionaron ante los sucesivos cambios presidenciales, y en especial durante las campañas electorales.

En el ministerio de economía se sucedieron varios ministros tras la renuncia de José L. Machinea a inicios de 2001; R. López Murphy ocupó brevemente el cargo para ser suplantado por Domingo Cavallo, en momentos que el riesgo país oscilaba alrededor de los mil puntos. Cavallo aplicó un “blindaje” que en realidad fue un canje de los papeles de la deuda donde esa renegociación empeoró la situación de endeudamiento del país, y por lo tanto su riesgo crediticio. Mientras la crisis política y económica iban de la mano, potenciándose mutuamente, el indicador de riesgo país convencional tomó protagonismo central con alta presencia en los medios (Fig. 4.3.). Incluso se acuñó un dicho popular donde se decía que “el riesgo país era tan alto que Argentina se convirtió en un país de riesgo”. En ese contexto se originó una reacción de varios analistas e intelectuales postulando que el “verdadero” riesgo país estaba en otro terreno, esencialmente la pobreza y la marginación.

Esta crisis terminó con la renuncia del presidente F. De la Rúa en diciembre de 2002, con la ciudadanía en las calles y un fortísimo deterioro social y económico. Le suceden rápidamente en la presidencia F. Puerta, A. Rodríguez Saá y E. Duhalde; finalmente en 2003 es electo presidente Néstor Kirchner. Rodríguez Saá declaró el *default* de la deuda externa, los indicadores de riesgo país se dispararon y desde entonces se mantienen restricciones económicas muy fuertes. También queda en evidencia que la asignación del riesgo país está fuertemente asociado al problema de la deuda externa y el papel de los agentes internacionales, tanto los tenedores de papeles de deuda como el Fondo Monetario Internacional (sobre la crisis argentina puede consultarse a Sevares, 2002b; Parodi Trece, 2003b).

Esto se debe a que el sendero de la gestión económica de Argentina se incubó a lo largo de la década de 1990, tanto por decisiones nacionales como por sugerencias, indicaciones y presiones de organismos internacionales, en especial el FMI. Ese tipo de medidas, que con sus matices se repiten en todos los demás países vecinos, apuntan a mantener altos superávits fiscales, reducir los gastos en el área social, educativa, infraestructura, etc. De esta manera esas mejorías en los superávits agradan a quienes analizaban el riesgo país convencional, mientras que ignoraba un deterioro

# LA NACION

Buenos Aires, jueves 4 de octubre de 2001



## El riesgo país llegó a 1754 puntos; la Bolsa cayó el 7%

*Clima de nerviosismo en el mercado local*

• Los inversores se hicieron eco de los rumores sobre una devaluación • Tampoco ayudan los cada vez peores índices de actividad y la extendida pelea Nación-provincias

En medio de un clima enrarecido por los malos indicadores que entrega a diario la economía local, y potenciado por las acusaciones lanzadas en la campaña electoral -que dan lugar a rumores de todo tipo-, los mercados domésticos cayeron ayer hasta fijar nuevos mínimos en los últimos 10 años, al tiempo que el riesgo país se empujó hasta 1754 puntos básicos.

La Bolsa de Comercio porteña, afectada por una sostenida ola de ventas, activada esta vez por operadores del exterior, perdió 7,02% para arrastrar el índice Merval a su valor más bajo desde el 19 de marzo de 1991, con lo que encontró un nuevo piso desde que en abril de ese año se puso efectivamente en marcha la convertibilidad.

El derrape del índice bursátil local contrastó con el alza que registraron las bolsas en Wall Street (el Dow Jones ga-

nó 1,9% y el tecnológico Nasdaq, 5,9%) y selló la suerte del Bovespa paulista, que, tras haber operado en suba por la influencia positiva de Nueva York, sucumbió ante la inusitada fuerza que mostraba la baja local y terminó el día resignando un 1,13 por ciento.

En este contexto, los bonos registraron bajas de hasta el 3,4% para acentuar la tendencia negativa con que operan desde que el lunes trascendieron los datos sobre una fuerte caída en la recaudación impositiva, lo que hace más difícil de concretar la meta del déficit cero. Esto elevó el riesgo a un nivel récord, sólo rozado por momentos el pasado 1º de agosto, cuando arrebataban los rumores sobre una cesación de pagos.

Esta vez el fantasma que activó los temores fue el rumor de una devaluación, lo que determinó que entre los vendedores de ayer se encontraran fuertes bancos del exterior con presencia en la Argentina.

Pero el complicado cuadro sumó otro dato; la posibilidad de que los gobernadores del PJ recurran hoy a la Justicia para reclamar lo que la Nación les adeuda por la coparticipación de impuestos. **Economía, Págs. 1 y 3**

Figura 4.3. La relevancia del riesgo país convencional en los medios de comunicación.

Sección de la portada del diario La Nación, Buenos Aires (4 octubre 2001). En ese momento se discutía una posible devaluación, la bolsa de Buenos Aires caía al mínimo de los últimos diez años y el riesgo país alcanzaba un nuevo pico de 1754 puntos.

social que socavaba la propia base de cualquier nación. De hecho, el FMI alentó en todo momento las medidas argentinas, incluso aquellas del último tramo del gobierno De la Rúa, hasta que a inicios de diciembre de 2001 suspendió un desembolso de fondos que debía ser usado en el pago de servicios de la deuda. Bajo esta limitación financiera, y en el marco de la protesta ciudadana, Argentina declaró la cesación de pagos (*default*).

Si bien el FMI cuestionó duramente el *default* argentino, en el caso de la crisis uruguaya, sus autoridades proponían un camino similar. Tanto la subgerente A. Krueger como el director adjunto Eduardo Aninat, propusieron al gobierno uruguayo imponer una restricción bancaria (similar al “corralito” que Domingo Cavallo aplicó en Argentina), establecer el control de cambios, cerrar los bancos en problemas, y finalmente declarar el *default* de la deuda. En especial, Aninat se convirtió en el principal obstáculo para lograr un camino alternativo, que finalmente se logró por medio de la asistencia de Estados Unidos, tanto en un préstamo como la imposición de un cambio de estrategia sobre el FMI (véase por ejemplo a Paolillo, 2004 por los entretelones del papel del Fondo en Uruguay). De esta manera, el país elaboró un complicado programa de renegociación de su deuda, que fue aceptado por una abrumadora mayoría de los tenedores de papeles y que desembocó en que el día que se realizó el canje de la deuda, las calificaciones de riesgo país se redujeran drásticamente al nivel de los mil puntos. Entretanto, Argentina siguió otro camino, y construyó poco a poco su propia estrategia de salida del *default*, y por cierto diferente a la exigida por el FMI, y que culminó con el mayor canje de deuda de la historia (incluyendo también la mayor quita), en febrero de 2005. Las calificadoras de riesgo nunca acompañaron el proceso de recuperación argentino, y tras el canje, de la noche a la mañana, la evaluación que otorgaba Standard & Poor’s pasó de Incumplimiento Selectivo a B -.

Estos casos repiten la situación vivida durante la crisis de sudeste asiático de 1997 a 1998. Allí las calificadoras de riesgo, junto al FMI, mantuvieron evaluaciones ventajosas hasta la erupción de la crisis en 1997, a pesar de saber que aquellas naciones estaban en problemas desde por lo menos 1996 (Toussaint, 2004).

## **La necesidad de una mirada alternativa**

Frente a esta situación queda en claro que es necesario comenzar a buscar indicadores alternativos, que de incorporen de mejor manera aspectos sociales y ambientales claves. La calificación que se otorga a los países no puede quedar restringida a una evaluación económica de recuperación de ganancias o inversiones, sino que implica analizar condicionantes e impactos sobre un desarrollo volcado a la calidad de vida y la calidad ambiental. En ese sentido, es necesario un indicador que permite incorporar de forma balanceado los aspectos sociales y ambientales, pero que permita también enfrentar el problema de la incertidumbre de la información de otra manera.

Tengamos presente también que en buena medida el uso de calificaciones de riesgo es expresión de facetas de la globalización. Tanto por esta razón, como por los factores indicados más arriba, el camino hacia un indicador alternativo obliga a considerar la capacidad de una nación para establecer sus propias estrategias de desarrollo. En ese sentido, el riesgo no puede ser evaluado contra el rendimiento de los bonos de Estados Unidos, sino que deben ser analizado en relación a las propias metas de desarrollo en América Latina.

Así, el nuevo indicador debe ser también un instrumento para denunciar las limitaciones de las medidas convencionales y generar un debate sobre el papel que desempeñan las empresas calificadoras transnacionales, su dependencia de los inversores y su capacidad técnica.

Este nuevo indicador tampoco puede confundir una empresa con un país y, por lo tanto, debe ser sensible a las dinámicas políticas propias de una nación. Pero además, el sentido del impacto de los factores debe ser otro; por ejemplo, las medidas de protección a los trabajadores o al ambiente deben reducir el riesgo.

Finalmente, el nuevo indicador debe ser abierto y transparente; no puede repetirse el proceso donde unos pocos técnicos desde otros países califican la situación en América Latina. Por el contrario, los contenidos de la nueva calificación deben ser generados colectivamente por los diversos actores que sufren directamente los “riesgos” del desarrollo.





## 5. METODOLOGÍA Y CÁLCULO DEL ÍNDICE DE RIESGO PAÍS ALTERNATIVO

---

Denise Gorfinkiel

Frente a la diversidad de problemas que expresan los indicadores de riesgo país convencionales resulta indispensable construir un índice alternativo que incorpore aquello que la visión tradicional olvida. Por lo tanto, un indicador de riesgo país alternativo debe analizar las variables económicas desde otra perspectiva y debe incorporar los aspectos sociales y ambientales, pero también debe hacerlo desde una escala que permita visualizar la dependencia o autonomía que enfrentan los países frente al proceso globalizador. De esta manera se puede aportar a las discusiones sobre cuáles deben ser los caminos para generar estrategias de desarrollo que se adapten a las condiciones locales y a las características propias de cada uno de estos países.

Además, como se señaló antes, el índice de riesgo país convencional se hace en referencia a los bonos del Tesoro de los EE.UU. entendiéndose que éstos tienen un riesgo cero. Esa referencia no es aplicable al riesgo país alternativo por varias razones: EE.UU. ofrece muchos ejemplos de alto “riesgo” social y ambiental, sus condiciones económicas internas son vulnerables en varios aspectos, etc. Por lo tanto, un paso sustantivo en la confección del indicador alternativo es determinar “riesgos aceptables” para cada uno de los indicadores. Esos “riesgos aceptables” están orientados hacia

la calidad de vida y el desarrollo sustentable y, por lo tanto, generan los valores de referencia a ser considerados.

En las secciones siguientes se presenta un Índice de Riesgo País Alternativo (IRPA). Como primer paso se ofrece las definiciones de trabajo de “riesgo” y el manejo que se hace de los indicadores. Seguidamente se describen las variables que se han seleccionado para conformar ese indicador alternativo.

### **Definición de riesgo e indicador**

Puede definirse el riesgo como la probabilidad de que un daño ocurra. Cuanto mayor es esa probabilidad para un daño dado mayor es el riesgo. También cuanto mayor sea el efecto del daño mayor es el riesgo.

Un indicador es una variable, seleccionada y cuantificada que permite ver una tendencia a lo largo del tiempo. Un número índice se elabora partir de uno o más indicadores para describir una situación determinada con la finalidad de ver una tendencia que de otra manera no es fácilmente detectable (Sarandón, 2002).

### **Definición del Índice de Riesgo País Alternativo (IRPA)**

El IRPA expresa la vulnerabilidad social, política, económica y ambiental de los países de América Latina. En tanto la vulnerabilidad y el deterioro se incrementan, también lo hace el IRPA y mayor será la dependencia de los países frente a los procesos de globalización y por tanto menor será su grado de autonomía.

### **Elección de indicadores**

El proceso de construcción del índice comenzó con la consideración de las dimensiones que debían ser incorporadas. Se tomó la decisión de contemplar las siguientes dimensiones: económicas, sociales, ambientales, institucionales y tecnológicas.

La elección de los indicadores que conforman un índice es clave (sobre las propiedades de los indicadores ver por ejemplo Sarandón, 2002). En consecuencia, estos indicadores deben reflejar una tendencia, tener ciertas propiedades y en cierta medida simplificar la realidad. En la elección de los indicadores se consideraron los siguientes atributos:

Estar estrechamente vinculados con lo que se intenta medir: Sensibles a los cambios. Tener habilidad predictiva, o sea marcar una tendencia a futuro. Fáciles de interpretar (y expresados en unidades equivalentes). Fáciles de recolectar y usar. Confiables. Robustos. Que brinden buena información. Que sean integradores, es decir, que sinteticen información pertinente.

## Dimensiones y combinaciones de indicadores

Para el análisis se tomaron cinco dimensiones básicas (Cuadro 5.1). Seguidamente se consideraron en total una treintena de indicadores que reflejaran de una u otra manera esas dimensiones. Esta primera versión del índice está limitada por la ausencia de información básica en algunos indicadores y para ciertos países.

A partir de los indicadores sobre los que se tenía información apropiada se eligieron distintas combinaciones para cada país. En cada caso se buscó mantener un balance entre el número de indicadores para cada dimensión. Las primeras series de evaluaciones se basaron en una comparación entre los países de América Latina. Se aplicó la siguiente fórmula a los efectos de normalizar los valores y promediarlos:

$$\frac{\text{valor real} - \text{valor mínimo}}{\text{valor máximo} - \text{valor mínimo}}$$

El uso de esta fórmula llevó a que se compararan los valores de riesgo alternativo entre los distintos países latinoamericanos. En consecuencia, se obtuvo un resultado donde la mayoría de los países adquirieron valores similares, por lo general en torno al valor medio. Desde esta aproximación el país latinoamericano con mejores indicadores termina convertido en referencia para el cálculo del riesgo país; no existe una evaluación de base sobre cuál es el riesgo aceptable que corresponde a las mejores condiciones económicas, sociales y ambientales.

Cuadro 5.1. Dimensiones y posibles indicadores

| Dimensión a analizar    | Indicadores posibles de ser seleccionado   |
|-------------------------|--|
| Dimensión Económica     | Deuda Externa como porcentaje del Producto Bruto Interno, Intereses devengados o pagados como porcentaje de exportaciones totales. Exportaciones Primarias como porcentaje de exportaciones totales. Servicio de Deuda como porcentaje de exportaciones. Tasa de inversión (Formación de Capital Fijo sobre Producto Bruto Interno). Inversión extranjera directa neta. Relación de la balanza comercial sobre el PBI. Ahorro interno. |
| Dimensión Social        | Tasa de Alfabetismo. Tasa de mortalidad infantil. Porcentaje de pobreza urbana. Tasa de desempleo abierto urbano. Índice de Gini. Población bajo la línea de pobreza. Distribución del ingreso en los hogares. Indicadores sobre gasto público en educación y salud.   |
| Dimensión Ambiental     | Porcentaje de áreas protegidas. Producción de energía renovable sobre el total de energía consumida. Eficiencia energética (miles de millones Btu/Millones Dólares PBI). Emisiones de dióxido de carbono per capita. Porcentaje de Tierras fertilizadas.   |
| Dimensión Institucional | Libertades civiles y políticas. Satisfacción con la democracia. Apoyo a la democracia.   |
| Dimensión Tecnológica   | Gasto en Investigación y Desarrollo como porcentaje del PBI. Índice de Innovación Tecnológica. Número de patentes per capita. Número de celulares por persona. Acceso a Internet. Número de científicos e Ingenieros. Tasa de matriculación de los niveles primario secundario y terciario.  |

Por lo tanto, es evidente que se debe elaborar una referencia contra la cual establecer el riesgo actual que enfrentan las naciones latinoamericanas. En otras palabras, se necesita una referencia de vulnerabilidad aceptable contra la cual hacer las comparaciones. Es evidente que esa referencia no puede ser tomada de otro país, ya que todos ellos, aún los industrializados, están lejos de los óptimos económicos, sociales y ambientales. No se puede tomar a Estados Unidos o alguna de las naciones europeas. Pero además es necesario aceptar que esa referencia debe ser un nivel de “riesgo aceptable”, para permitir flexibilidades y diversidades en los patrones de desarrollo a seguir y dotar de mayor realismo a la medida.

Por consiguiente, en una segunda instancia de nuestra investigación, se determinaron valores de “riesgo aceptable” para cada una de las varia-

bles. El conjunto de indicadores de “riesgo aceptable” permite configurar un “país de riesgo aceptable” (PRA). Ese país de “riesgo aceptable” no existe como tal, sino que es una construcción teórica que resulta de la suma de todos los riesgos aceptables en cada una de las dimensiones del análisis. Para cada variable se determinó un objetivo claramente orientado a la sustentabilidad ambiental, la justicia social y la equidad económica y desde ese propósito se establecieron márgenes de riesgo aceptable.

Finalmente se seleccionaron 11 indicadores. Bajo esta nueva circunstancia se aplicó la siguiente fórmula de cálculo para cada uno de los indicadores:

$$\frac{\text{Valor para el país} - \text{Valor para el País con Riesgo Aceptable}}{\text{Valor para el País con Riesgo Aceptable}}$$

Una vez recalculadas todas las variables de acuerdo con esta fórmula, se realizó una sumatoria de las mismas teniendo en cuenta el sentido de la variable. Como último paso se ordenaron los valores finales por rangos (*ranks*).

## Indicadores seleccionados y definiciones

A continuación presentamos los indicadores seleccionados para confeccionar el índice de riesgo alternativo. Para cada indicador se presenta su definición, la fuente de datos, la justificación de su causalidad con el riesgo del deterioro, el valor tomado como referencia para determinar el “riesgo aceptable” y su justificación; finalmente se advierte si el indicador debió ser invertido.

### 1. Porcentaje de las exportaciones de productos primarios sobre las exportaciones totales de mercancías

Las exportaciones de mercancías incluyen el valor de todas las mercancías proporcionadas al resto del mundo. Exportaciones de Productos primarios se refiere a productos alimenticios, materias primas agrícolas, minerales metalíferos y metales.

*Fuente:* CEPAL, Anuario Estadístico 2002.

*Justificación:* el aumento de la proporción de productos primarios que se exportan implica un mayor riesgo de deterioro ambiental. América Latina sigue basando la parte sustancial de sus ventas al exterior en materias primas (hidrocarburos, minerales, productos agrícolas, ganaderos, forestales y pesqueros), los cuales tienen altos impactos ambientales. Al aumentar esa proporción se incrementa el riesgo de deterioro ambiental y social, no solo desde la perspectiva del uso intensivo de los recursos naturales sino también de la poca inversión en desarrollo tecnológico y en industrias que generen un mayor valor agregado utilizando además tecnologías limpias. Las materias primas tienen términos de intercambio en caída, por lo que también es una dinámica negativa desde el punto de vista económico.

*Valor de riesgo aceptable y justificación:* el valor de referencia para esta variable es 25%. En tanto existen países que por sus características naturales no alcanzan a producir lo necesario para autoabastecerse ya que sus economías se basan, por ejemplo, en la extracción de minerales, se prevé cierto margen para que los países con superávit en productos primarios los exporten hacia estos países.

Se trata de una variable que no solo refleja los aspectos económicos que pretende medir el indicador de riesgo alternativo sino que expresa cuestiones ambientales en tanto refleja un uso intensivo de recursos naturales.

## **2. Servicio de deuda como porcentaje de las exportaciones de bienes y servicios**

Exportaciones de bienes y servicios corresponde al valor de todos los bienes y servicios de mercado proporcionados al resto del mundo, incluidos el valor de mercancías, fletes, seguro, transporte, viaje, derechos de patente, honorarios por licencia y otros servicios. El servicio total de la deuda suma de los reembolsos de los capitales e intereses pagados efectivamente en divisas, bienes o servicios respecto de la deuda de largo plazo, los intereses pagados respecto de la deuda de corto plazo y los reembolsos al Fondo Monetario Internacional.

*Fuente:* Informe sobre Desarrollo Humano, 2003.

*Justificación:* mayor porcentaje significa menos recursos para inversión y desarrollo por lo que mayor es el riesgo de deterioro económico, social y ambiental. La deuda externa se ha transformado en un problema endémico para los países de América Latina. El pago de los servicios de la deuda es una carga con impactos ciertamente negativos, no sólo para la economía sino también para el desarrollo social. Los países pierden autonomía y margen de maniobra en lo que refiere a las políticas económicas teniendo que ajustarse a los reclamos de los acreedores. Las transferencias de recursos al exterior por concepto de pago del servicio de la deuda además, impide generar ahorro interno. Genera, también, una alta carga fiscal con impactos negativos en los ciudadanos y una disminución de disponibilidad de dinero para poder hacer frente a los gastos en salud y educación. La probabilidad de deterioro social y económico es clara; también ambiental en tanto no se destinan recursos a su protección. Finalmente, potencia las estrategias exportadoras de recursos naturales.

*Valor de riesgo aceptable y justificación:* en este caso se han considerado las propuestas de las organizaciones y analistas que trabajan en una revisión sobre la deuda externa y que recientemente han recordado el Acuerdo de Londres de 1953. Ese acuerdo se logró después de finalizada la II Guerra Mundial, donde los países aliados deciden, con Estados Unidos a la cabeza, renegociar la deuda externa alemana. La finalidad era evitar una mayor crisis política y económica en ese país. A los efectos de mantener la estabilidad social, política y económica de Alemania, los países aliados firman el “Acuerdo de Londres”, donde Alemania se comprometía en la estructura de pago basada en Kaiser (2002); ver Cuadro 5.2.

En el caso de un riesgo aceptable, se toma como el valor de referencia un porcentaje de 3,96% del total del servicio de la deuda sobre las exportaciones de bienes y servicios.

Cuadro 5.2.- Acuerdo de Londres de 1953  
para el endeudamiento de Alemania

|                                |        |
|--------------------------------|--------|
| Servicio Deuda / Exportaciones | 3,96%  |
| Deuda Total / PIB              | 21,21% |
| Servicio Deuda / Gasto Fiscal  | 4,49%  |



### 3. Porcentaje de Áreas Protegidas sobre el total de superficie por país

La Unión Internacional para la Conservación de la Naturaleza (IUCN) define Area Protegida como un espacio bajo protección ambiental y mantenimiento de su diversidad biológica, de los recursos naturales y culturales asociados y cuyo manejo se basa en instrumentos legales. En nuestro caso, el dato de porcentaje de áreas protegidas refiere al total de hectáreas bajo régimen de protección en cada país.

*Fuente:* World Resources 2002-2004.

*Justificación:* mayor porcentaje de áreas protegidas supone mayor probabilidad de mantener la diversidad biológica y por tanto un menor riesgo de deterioro ambiental y social. El uso intensivo del recurso tierra genera el deterioro de los ambientes naturales, su fauna y su flora, pero además erosiona la base productiva. Si bien actualmente la estrategia seguida es la protección de sitios pequeños y aislados, ésta no ofrece garantías en el largo plazo (medida en miles de años; Gudynas, 2002).

*Valor de riesgo aceptable y justificación:* las propuestas de la biología de la conservación postulan que es necesario establecer sistemas y redes de protección que cubran aproximadamente el 50% de las superficies continentales. Para asegurar la preservación de la biodiversidad entonces, al menos la mitad de la superficie de cada región debe estar bajo algún sistema de área protegida.

### 4. Emisiones de dióxido de carbono en toneladas métricas per capita

Refiere a las emisiones de dióxido de carbono debido a la quema de combustibles fósiles y a la producción de cemento. Se calculan las emisiones sobre la base de datos acerca del consumo de combustibles sólidos, líquidos y gaseosos, y de gas llameado.

*Fuente:* Informe sobre Desarrollo Humano, 2003.

*Justificación:* mayor porcentaje significa mayor uso de energía de forma no sostenible, lo que significa una mayor probabilidad de deterioro ambiental así como de la calidad de vida de los ciudadanos. Este indicador refleja el uso del medio ambiente y el valor que adquiere hace referencia a una mayor probabilidad de deterioro ambiental. El consumo de energía basada en combustibles fósiles tiene impactos sobre el medio ambiente. El

uso de los recursos fósiles conduce a un agotamiento de las reservas correspondientes, además de los impactos que tiene su uso en el suelo, aire y tierra.

*Valor de riesgo aceptable y justificación:* el valor adoptado para el país de riesgo aceptable es 2,9 toneladas per capita, basado en la propuesta del Panel Internacional sobre Cambio Climático. Este valor fue adoptado en el marco de los acuerdos de Cambio Climático y por tanto busca que la disminución de esas emisiones genere un aumento de la calidad ambiental y de vida. Según el IPCC, asegurar un escenario a futuro sin un cambio climático peligroso lleva a que el nivel de emisiones sea en el año 2050 de 8GtC al año: suponiendo una población de 10.000 millones de personas para esa fecha resulta en una emisión per cápita de 0.8 GtC, donde considerando que 1 ton CO<sub>2</sub> = 3.66 ton de C resulta que las emisiones de CO<sub>2</sub> per cápita ideales hacia el 2050 son 2.9 ton CO<sub>2</sub> (G. Honty, CEUTA, comun. pers., 2003).

## **5. Gasto Social sobre el Producto Bruto Interno**

Este indicador refleja el gasto en salud y en educación que realizan los gobiernos. El gasto se presenta en relación al PBI; en el caso de la educación incluye los tres niveles.

*Fuente:* Informe sobre Desarrollo Humano, 2003.

*Justificación:* la falta de acceso a educación y salud reduce el bienestar social y la calidad de vida de las personas así como las condiciones para promover al desarrollo. Un mayor porcentaje de gasto en educación y salud, reduce el riesgo de deterioro social y económico. Cuanto mayor sea el gasto en estas cuestiones básicas, mejorará la calidad de vida.

*Valor de riesgo aceptable y justificación:* en este caso el valor se inspiró en el porcentaje de gasto en salud y educación que tienen países en donde hemos considerado que sus habitantes tienen una calidad de vida y bienestar mayor al latinoamericano y que es posible tomar como aceptable. Se ha elegido el valor de Suecia, que es 14,3%.

## **6. Tasa de alfabetización**

Refiere al porcentaje de personas de 15 años o más que pueden leer, escribir y comprender un texto corto y sencillo en su vida cotidiana.

*Fuente:* Informe de Desarrollo Humano, 2003.

*Justificación:* un país con una mayor tasa de alfabetización se encontrará en una mejor situación que aquel con menos personas alfabetizadas, y se reduce el riesgo social. La probabilidad de deterioro es menor en tanto es posible argumentar que este país tiene gente capacitada para construir su propio desarrollo.

*Valor de riesgo aceptable y justificación:* en tanto pre existe la posibilidad de que exista cierto porcentaje que no puede acceder a la educación ya sea por incapacidad como por voluntad, pero se ha llevado ese valor a un mínimo: 98%.

## **7. Distribución del ingreso. Participación en el ingreso total del 40% de hogares más pobres**

Este indicador analiza la equidad en la distribución de la riqueza y el nivel de pobreza.

*Fuente:* CEPAL, 2003.

*Justificación:* menor porcentaje del indicador, mayor el riesgo de deterioro social, económico y ambiental y mayor la probabilidad de que exista una crisis social. Tal como lo expresa su nombre, esta variable mide el porcentaje del ingreso total que recibe el 40% más pobre. Es una variable que permite medir la desigualdad que caracteriza nuestras sociedades.

*Valor de riesgo aceptable y justificación:* la meta de riesgo aceptable se basa en niveles de bienestar y calidad de vida equitativos para todos los ciudadanos, donde este indicador de distribución del ingreso debe reflejar una sociedad igualitaria. Por lo tanto el valor para éste es 40%.

## **8. Tasa de matriculación bruta**

Refiere al número de estudiantes registrados en un nivel de enseñanza, sea primaria, secundaria o terciaria, sea cual fuere su edad, como porcentaje de la población en edad escolar oficial para ese nivel.

*Fuente:* Informe sobre Desarrollo Humano, 2003.

*Justificación:* mayor porcentaje supone menor riesgo social, económico y ambiental. El indicador alude a las condiciones de vida de las personas, su capacidad para constituirse en sujetos sociales, contribuir a la innovación tecnológica, lograr empleos más complejos, etc.

En el caso específico del campo científico y tecnológico es necesario reconocer que indicadores como el esfuerzo en investigación y desarrollo o el número de científicos no cuenta con buenos indicadores para la mayor parte de los países de la región. Por ello, hemos optado por una variable que puede aproximarse a lo que podría estar generando las bases para que esto ocurra y es el porcentaje de matriculación.

*Valor de riesgo aceptable y justificación:* al igual que para el caso de la tasa de alfabetización, consideramos que el valor del riesgo aceptable es 98%.

## **9. Usuarios de Internet**

Entre los indicadores tecnológicos el número de usuarios de internet es de gran importancia para evaluar acceso y disponibilidad de nuevas tecnologías.

*Fuente:* Informe de Desarrollo Humano, 2003.

*Justificación:* esta variable alude a las capacidades en ciencia y tecnología, la conectividad para democratizar la información, etc.

*Valor de riesgo aceptable y justificación:* en este caso el valor de riesgo aceptable es del orden de 900 por mil. Siempre existe la posibilidad de que exista gente que no pueda acceder a Internet, ya sea por problemas de incapacidades o por elección propia.

## **10. Libertades civiles y políticas**

Indicadores que evalúan las libertades civiles y políticas como condición indispensable para mantener procesos democráticos.

*Fuente:* Freedom House, en referencias a 2001.

*Justificación:* mayor valor supone un mayor riesgo de deterioro. Este indicador hace referencia a las libertades civiles (respeto y protección de

los derechos religiosos, étnicos, económicos, libertad de prensa, de asociación) y a los derechos políticos que gozan los ciudadanos de un determinado país. El argumento es que cuanto mayores libertades y derechos tengan los ciudadanos de estos países, menor será la probabilidad de deterioro social.

Se calcula en base a encuestas que realiza “The Freedom House” donde se promedia dos indicadores: libertades civiles y libertades políticas. Los valores que adquiere van de 1 a 7.

*Valor de riesgo aceptable y justificación:* el valor del riesgo aceptable es 1, donde se alcanza el mayor grado de libertad civil y política.

## 11. Apoyo a la democracia

*Fuente:* Latinbarómetro, 2002.

*Justificación:* cuanto mayor sea el apoyo que exista respecto a las instituciones democráticas de cierto país, obviamente que la probabilidad de deterioro disminuye. Sus ciudadanos muestran confianza en sus gobernantes, lo que lleva a un menor cuestionamiento de las políticas sociales y económicas adoptadas.

*Valor de riesgo aceptable y justificación:* el valor adoptado es de 100%.

## Resultados

Se seleccionaron once indicadores que intentan reflejar la dimensión económica, social, ambiental, institucional y tecnológica. En el Apéndice 5.1 se ofrece la matriz de datos completa. La determinación final del índice de riesgo país alternativo se expresa como:

$$\text{RPA} = \text{DEU} + \text{EXP} - \text{APR} + \text{EMI} - \text{GSO} - \text{TAL} - \text{DING} + \text{LIB} \\ - \text{APO} - \text{MATR} - \text{INT}$$

Donde DEU explica el servicio de deuda como porcentaje de las exportaciones de bienes y servicios; EXP refiere al porcentaje de las exportaciones de productos primarios sobre las exportaciones totales de mercan-

cías; APR indica el porcentaje de áreas protegidas del país; EMI refiere a la cantidad de emisiones de dióxido de carbono per capita, GSO indica que porcentaje del gasto público se dedica al gasto social, medido como el gasto en salud y educación; TAL refiere al porcentaje de las personas mayores de 15 años que tienen algún grado de alfabetización; DING explica la variable referida a la distribución del ingreso; LIB refiere a las libertades políticas y civiles; APO quiere explicar el apoyo a las instituciones democráticas; MATR refiere a la tasa de matriculación en la enseñanza en cualquier grado; INT refiere a los usuarios de internet.

Los valores obtenidos para el índice se presentan en el Cuadro 5.4. Según surge de los datos, el país con mayor riesgo es Brasil, seguido de Argentina. Costa Rica presenta el menor nivel de riesgo.

Cuadro 5.4.- Índice de Riesgo País Alternativo (IRPA)

| <b>N</b> | <b>País</b>          | <b>IRPA</b> |
|----------|----------------------|-------------|
| 1        | Brasil               | 28,12       |
| 2        | Argentina            | 22,72       |
| 3        | Perú                 | 17,68       |
| 4        | Bolivia              | 15,01       |
| 5        | Colombia             | 13,86       |
| 6        | Chile                | 12,58       |
| 7        | Nicaragua            | 12,48       |
| 8        | Venezuela            | 11,76       |
| 9        | México               | 11,64       |
| 10       | Ecuador              | 11,45       |
| 11       | Honduras             | 11,06       |
| 12       | Uruguay              | 10,52       |
| 13       | Paraguay             | 9,75        |
| 14       | Guatemala            | 8,89        |
| 15       | Panamá               | 7,64        |
| 16       | República Dominicana | 7,52        |
| 17       | El Salvador          | 6,53        |
| 18       | Costa Rica           | 4,62        |
| 19       | PRA                  | 0           |

**Apéndice. Tabla de Datos**

Años de Referencia 1999 a 2001. EXP porcentaje de las exportaciones de productos primarios sobre las exportaciones totales de mercancías; DEU servicio de deuda como porcentaje de las exportaciones de bienes y servicios; APR porcentaje de áreas protegidas; EMI porcentaje de emisiones de dióxido de carbono per cápita; GSO gasto social; TAL tasa de alfabetización; DING distribución del ingreso; INT usuarios de internet; MATR tasa de matriculación; LIB libertades civiles y políticas; APO apoyo de la democracia.

|                          | DEU  | EXP  | APR  | EMI | GSO  | TAL  | DING | LIB | APO | MATR | INT   |
|--------------------------|------|------|------|-----|------|------|------|-----|-----|------|-------|
| Argentina                | 71,3 | 67,6 | 6,6  | 3,8 | 8,7  | 96,9 | 15,4 | 1,5 | 65  | 89   | 100,8 |
| Bolivia                  | 39,1 | 79,4 | 13,4 | 1,4 | 10,4 | 86,0 | 9,2  | 2,0 | 52  | 84   | 21,8  |
| Brasil                   | 90,7 | 46,0 | 6,7  | 1,8 | 8,1  | 87,3 | 10,1 | 3,0 | 37  | 95   | 46,6  |
| Chile                    | 26,0 | 82,2 | 18,9 | 4,2 | 7,3  | 95,9 | 13,8 | 2,0 | 50  | 76   | 201,4 |
| Colombia                 | 28,6 | 60,6 | 10,2 | 1,5 | 9,9  | 91,9 | 12,3 | 4,0 | 39  | 71   | 27,0  |
| Costa Rica               | 8,2  | 37,6 | 23,0 | 1,6 | 8,8  | 95,7 | 15,3 | 1,5 | 77  | 66   | 93,4  |
| Ecuador                  | 17,3 | 88,1 | 18,3 | 1,9 | 2,8  | 91,8 | 14,1 | 3,0 | 47  | 72   | 25,9  |
| El Salvador              | 6,7  | 45,1 | 0,4  | 0,9 | 6,1  | 79,2 | 13,8 | 2,5 | 49  | 64   | 23,4  |
| Guatemala                | 9,4  | 61,8 | 20,0 | 0,9 | 4,0  | 69,2 | 12,8 | 3,5 | 45  | 57   | 17,1  |
| Honduras                 | 19,3 | 73,0 | 6,4  | 0,8 | 8,3  | 75,6 | 11,8 | 3,0 | 57  | 62   | 13,8  |
| México                   | 30,2 | 15,0 | 10,2 | 3,9 | 6,9  | 91,4 | 14,6 | 2,5 | 63  | 74   | 36,2  |
| Nicaragua                | 23,0 | 88,2 | 17,8 | 0,8 | 7,3  | 66,8 | 10,4 | 3,0 | 63  | 65   | 14,4  |
| Panamá                   | 10,0 | 86,8 | 21,7 | 2,9 | 11,2 | 92,1 | 12,9 | 1,5 | 55  | 75   | 41,4  |
| Paraguay                 | 10,4 | 83,7 | 3,5  | 0,8 | 8,0  | 93,5 | 13,1 | 3,5 | 41  | 64   | 10,6  |
| Perú                     | 42,8 | 81,4 | 6,1  | 1,2 | 6,1  | 90,2 | 13,4 | 3,5 | 55  | 83   | 76,6  |
| R Dominicana             | 4,8  | 92,0 | 51,9 | 2,8 | 4,3  | 84,0 | 14,5 | 2,0 |     | 74   | 21,5  |
| Uruguay                  | 29,2 | 58,4 | 0,3  | 2,0 | 7,9  | 97,6 | 21,6 | 1,0 | 77  | 84   | 119   |
| Venezuela                | 15,7 | 88,8 | 63,8 | 5,3 | 7,1  | 92,8 | 14,6 | 4,0 | 73  | 68   | 46,8  |
| País de Riesgo Aceptable | 3,96 | 25   | 50   | 2,9 | 14,3 | 98   | 40   | 1   | 100 | 98   | 900   |

## 6. CALIFICACIÓN Y EVALUACIÓN DEL RIESGO PAÍS ALTERNATIVO

---

Denise Gorfinkiel y Eduardo Gudynas

El Indicador de Riesgo País Alternativo (IRPA) ofrece una herramienta para analizar desde otra perspectiva la situación en América Latina. En efecto, mientras que las calificadoras de riesgo tradicionales enfatizan aspectos económicos y financieros, el IRPA incorpora otras dimensiones, como la social, política y ecológica. En el presente capítulo se exploran con más detalle algunos de los resultados del ejercicio.

### Riesgo País Alternativo en América Latina

El IRPA para 18 países de América Latina arrojó valores de 4,62 para Costa Rica a 28,12 para Brasil (Cuadro 6.1). La dispersión de los valores es muy alta y arroja a un amplio conjunto de países que se encuentran muy alejados del “riesgo aceptable”. En efecto, se observa un conjunto importante de naciones con valores superiores a 10 (Cuadro 6.2). Está claro entonces que la mayor parte de las naciones latinoamericanas se encuentran bajo condiciones alejadas de enfrentar “riesgos aceptables”.

Es necesario establecer escalas de valores para poder clarificar los valores que toma el IRPA. Prosiguiendo con la analogía con las calificadoras de riesgo convencionales, y para acentuar el contraste con ellas, se deben establecer categorías de riesgo. En ese sentido se definieron las siguientes categorías de riesgo socioambiental:



Cuadro 6.1. Índice de Riesgo País Alternativo (IRPA).  
La base de comparación es una construcción teórica  
de un “país” de riesgo aceptable (PRA).

| N° | País            | IRPA  |
|----|-----------------|-------|
| 1  | Brasil          | 28,12 |
| 2  | Argentina       | 22,72 |
| 3  | Perú            | 17,68 |
| 4  | Bolivia         | 15,01 |
| 5  | Colombia        | 13,86 |
| 6  | Chile           | 12,58 |
| 7  | Nicaragua       | 12,48 |
| 8  | Venezuela       | 11,76 |
| 9  | México          | 11,64 |
| 10 | Ecuador         | 11,45 |
| 11 | Honduras        | 11,06 |
| 12 | Uruguay         | 10,52 |
| 13 | Paraguay        | 9,75  |
| 14 | Guatemala       | 8,89  |
| 15 | Panamá          | 7,64  |
| 16 | Rep. Dominicana | 7,52  |
| 17 | El Salvador     | 6,53  |
| 18 | Costa Rica      | 4,62  |

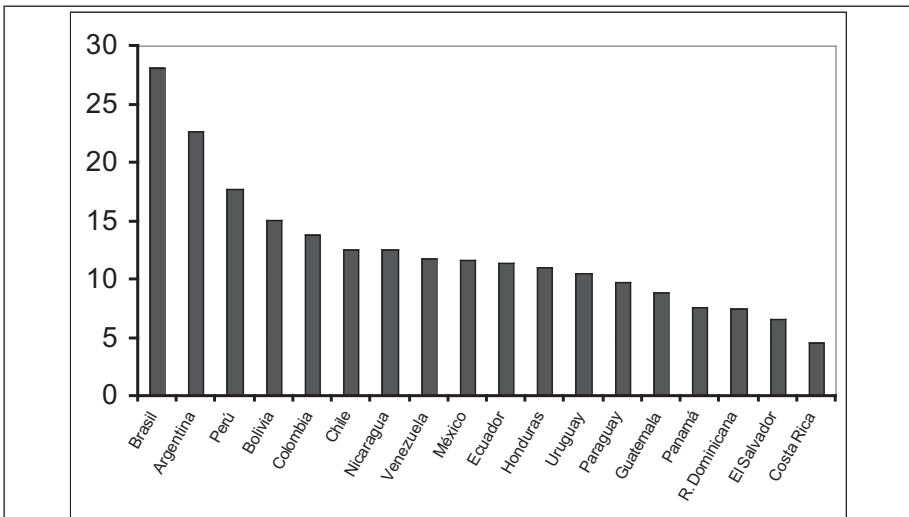
- **Tolerable (T)**, para valores del IRPA de 0 a 5,
- **Amenaza (A)**, valores entre 5 y 10, indicando deterioro social, ambiental y económico;
- **Crítico (C)**, valores de 10 a 20, reflejando una situación crítica con impactos negativos;
- **Default Socioambiental (D)**, para valores superiores a 20, reflejando situaciones con los mayores impactos sociales, políticos y ambientales.

El resultado de la clasificación demuestra que en 18 países latinoamericanos sólo uno, Costa Rica, se encuentra próximo a valores de “riesgo aceptable”. Todas las demás naciones de la región enfrentan situaciones de riesgo más altas con vulnerabilidades y efectos negativos crecientes. Seis países son calificados en situación de Amenaza, incluyendo a varias naciones pequeñas e intermedias tanto del Cono Sur (Paraguay y Uruguay) como de Centroamérica.

Nueve países tienen calificación Crítica, incluyendo a economías importantes como Colombia, Chile y México. Es importante advertir que el conjunto más numeroso de países se encuentra precisamente en esa condición, donde se agregan mutuamente los efectos negativos en las dimensiones económica, política, social y ambiental.

Frente a esa situación se advierte la buena ubicación de países centroamericanos en la escala, lo que se debe a factores como la incorporación de indicadores ambientales, ya que allí se ha avanzado comparativamente más en estrategias ecológicas. En otros casos, como Uruguay, los problemas económicos son contrabalanceados por mejores condiciones políticas e institucionales. De todas maneras es importante advertir que buena parte de la base de datos en la construcción del indicador toma información

Cuadro 6.2. Ordenamiento del IRPA



Cuadro 6.3. Calificación de los países Latinoamericanos en la escala del Índice de Riesgo País Alternativo (IRPA)

| Países          | Clasificación           | Ranking |
|-----------------|-------------------------|---------|
| Brasil          | Default Socio Ambiental | D       |
| Argentina       | Default Socio Ambiental | D       |
| Perú            | Situación Crítica       | C       |
| Bolivia         | Situación Crítica       | C       |
| Colombia        | Situación Crítica       | C       |
| Chile           | Situación Crítica       | C       |
| Nicaragua       | Situación Crítica       | C       |
| Venezuela       | Situación Crítica       | C       |
| México          | Situación Crítica       | C       |
| Ecuador         | Situación Crítica       | C       |
| Honduras        | Situación Crítica       | C       |
| Uruguay         | Situación de Amenaza    | A       |
| Paraguay        | Situación de Amenaza    | A       |
| Guatemala       | Situación de Amenaza    | A       |
| Panamá          | Situación de Amenaza    | A       |
| Rep. Dominicana | Situación de Amenaza    | A       |
| El Salvador     | Situación de Amenaza    | A       |
| Costa Rica      | Situación Tolerable     | T       |

para 2000 a 2003, y en algunos casos muchos de los aspectos sociales y económicos se han deteriorado todavía más en los últimos tiempos.

Dos países están al tope de la escala, con valores sustancialmente más altos que las demás naciones. Por lo tanto se califica a Brasil y Argentina en “Default Socioambiental”.

Finalmente, se calculó el IRPA para Estados Unidos, que arrojó un valor de 6.42 puntos (Cuadro 6.7), lo que lo ubica dentro de una Situación de Amenaza. En relación a los países latinoamericanos se ubica por detrás de Costa Rica, con un valor próximo al de El Salvador. En este caso aparecen como factores a favor comparativamente mejores indicadores sociales

y económicos. Sin embargo, este resultado que podría ser interpretado como muy ventajoso, debe ser examinado con cuidado ya que el impacto del endeudamiento opera de diferente manera en EE.UU. que en las naciones latinoamericanas, y por lo esa posición podría estar subestimada.

Cuadro 6.4.  
Índice de Riesgo País Alternativo de Estados Unidos

A modo de comparación, se realizó el análisis del Riesgo País Alternativo de Estados Unidos, para el que fueron utilizados los mismos datos que para los demás países de América Latina.

Para la serie de datos se utilizó la misma fuente y el mismo período de referencia que para los países latinoamericanos. Sin embargo, para los datos referentes a la variable, servicios de deuda como porcentaje de las exportaciones de bienes y servicios, se utilizó como fuente *Guía del Mundo 2003/2003*; para la distribución del ingreso en los hogares y participación en el ingreso total del 40% más pobre, se usaron datos de *UNICEF*. Para la variable, "Apoyo a la democracia", fueron utilizadas otras encuestas diferentes al *Latinbarómetro*, ya que éste no mide el apoyo a las instituciones democráticas en Estados Unidos. Se usó una encuesta realizada por *The Gallup Pool* en el año 2003, en la cual se obtuvo que el 70% de los norteamericanos están satisfechos en cómo trabaja la democracia en su país (28% están muy satisfechos y el 42% están satisfechos de alguna manera).

Una vez obtenidos los datos para los once indicadores, se utilizó la misma fórmula que para los países latinoamericanos. Los valores de cada uno de estas variables son presentados en el cuadro siguiente. Una vez realizado los cálculos el valor del Índice de Riesgo País Alternativo para Estados Unidos el resultado fue de 6,46 puntos.

Tabla de Datos para Estados Unidos

|                | DEU  | EXP | APR  | EMI  | GSO  | TAL | DING | LIB | APO | MATR | INT   |
|----------------|------|-----|------|------|------|-----|------|-----|-----|------|-------|
| Estados Unidos | 0    | 14  | 25,9 | 19,7 | 10,6 | 99  | 16   | 1   | 70  | 94   | 501,5 |
| PRA            | 3,96 | 25  | 50   | 2,9  | 14,3 | 98  | 40   | 1   | 100 | 98   | 900   |

PRA– Riesgo País Aceptable  
Rocío Lapitz

## Brasil y Argentina en “default socio-ambiental”

La calificación alternativa de riesgo país concluye que Brasil y Argentina se encuentran en “default socio-ambiental”. En efecto, los dos países se encuentran en el extremo de la escala de valores de riesgo, mostrando importantes deterioros especialmente en varios de los indicadores económicos, sociales y políticos. Argentina cuenta con mejores indicadores institucionales y políticos y Brasil muestra debilidades en ese terreno; la si-

tuación es la inversa en los indicadores ambientales. Pero en ambos casos las demás dimensiones muestran importantes efectos negativos.

La situación de Brasil es todavía más grave que la de Argentina, tanto por la fragilidad de su economía, el fuerte endeudamiento externo, como por sus problemas sociales, ambientales y debilidad institucional. En el caso de Argentina esta situación se asemeja a la calificación otorgada por las empresas convencionales, en tanto esta nación se encuentra en “default” por cesación de pagos de su deuda desde la crisis del gobierno de F. De la Rúa. El reciente canje de la deuda argentina si bien ha significado salir del estado de *default* selectivo, en nuestra calificación no necesariamente se asegura una mejoría en el IRPA, ya que en los aspectos sociales, ambientales e institucionales, se mantienen serios problemas.

En nuestra evaluación, Brasil enfrenta una situación todavía más negativa que Argentina, seguramente desde el año 2000. Este hecho no se refleja en las calificaciones convencionales precisamente porque se mantienen los pagos de servicios de deuda, los superávits comerciales y el flujo de capitales, que en el caso convencional son interpretados como aspectos positivos, mientras que continúan los impactos sociales y ambientales, que ni siquiera son evaluados por los procedimientos tradicionales. Si bien Brasil alcanzó altos valores de riesgo convencional, en el orden de los 1500 puntos, desde que se ha instalado la administración de “Lula” da Silva sus valores han bajado sustancialmente (llegando al nivel de los 400 puntos en 2005). Al modificar la valoración de los indicadores y al aumentar el espectro de dimensiones cubiertas, tal como postula el IRPA, queda en evidencia el deterioro profundo en estos países.

## **Evaluación de los impactos negativos**

La situación de “default socioambiental” puede ser evaluada desde otro ángulo. Es posible tomar uno por uno los peores valores para cada uno de los indicadores, y de esta manera conformar una situación del “mayor riesgo”. Se genera así el análogo a un país cuyos indicadores de riesgo alternativo corresponde al conjunto de los peores indicadores para cada uno de los aspectos analizados. Es importante tener presente que esos son valores “reales” y que corresponden a situaciones concretas en Améri-

ca Latina, y en este ejercicio solamente se los agrupa en un país ficticio que concentra los peores indicadores.

Este “país” con el peor riesgo alcanza un valor de 33,34 en la escala del IRPA. Es evidente que el valor de riesgo alternativo de Brasil se encuentra muy próximo, y por lo tanto se refuerza la calificación otorgada de “default socioambiental” (Cuadro 6.5).

Cuadro 6.5. Índice de Riesgo País Alternativo comparado contra la situación de mayor riesgo. El indicador de mayor riesgo se construye tomando cada uno de los peores indicadores registrados.

|   | País                            | Índice Riesgo Alternativo |
|---|---------------------------------|---------------------------|
|   | <i>País con el mayor riesgo</i> | 33,32                     |
| 1 | Brasil                          | 28,12                     |
| 2 | Argentina                       | 22,72                     |
| 3 | Perú                            | 17,68                     |
| 4 | Bolivia                         | 15,01                     |
| 5 | Colombia                        | 13,86                     |

### Comparaciones entre los índices convencional y alternativo

Resulta interesante comparar los valores de riesgo país convencional con aquellos que hemos obtenido para el riesgo país alternativo. Esta comparación tiene algunas limitaciones. El riesgo país convencional se mide diariamente por lo que toma diferentes valores; en cambio, este primer ejercicio de IRPA surge de variables anuales y que en ciertos casos reflejan aspectos estructurales de la sociedad, por ejemplo la tasa de matriculación o la tasa de alfabetización, y que están sujetas a cambios más lentos, así como a relevamientos de más largo plazo.

En virtud de que el riesgo país convencional es un valor diario, se decidió utilizar el promedio para el año 2002, en tanto las fuentes de datos para el IRPA reflejan información de los países para los años 2000 a 2003. La comparación se ofrece en el Cuadro 6.6; para facilitar el análisis se comparan los rankings resultantes para cada indicador en el Cuadro 6.7.

Cuadro 6.6. Comparación de indicadores convencional y alternativo. Índice Riesgo País Convencional EMBI (Emerging Markets Bond Index) calculado por JP Morgan; promedio año 2002. IRPA (Índice Riesgo País Alternativo); se multiplica por 100 a los efectos de tener valores similares que faciliten la comparación.

| Países    | EMBI (2002) | IRPA |
|-----------|-------------|------|
| Argentina | 6303        | 2283 |
| Brasil    | 1445        | 2817 |
| Ecuador   | 1264        | 1147 |
| Venezuela | 1223        | 1180 |
| Perú      | 676         | 1776 |
| Colombia  | 645         | 1389 |
| Panamá    | 446         | 768  |
| México    | 323         | 1168 |
| Chile     | 250         | 1280 |

Cuadro 6.7.- Ranking de posiciones en el indicador alternativo IRPA y en el riesgo país convencional EMBI. El riesgo aumenta de abajo hacia arriba.

| Ranking Riesgo País Alternativo | Indicadores de Riesgo País convencional |
|---------------------------------|---|
| Brasil                          | Argentina                               |
| Argentina                       | Brasil                                  |
| Perú                            | Ecuador                                 |
| Colombia                        | Venezuela                               |
| Chile                           | Perú                                    |
| Venezuela                       | Colombia                                |
| México                          | Panamá                                  |
| Ecuador                         | México                                  |
| Panamá                          | Chile                                   |

Los resultados obtenidos son muy distintos. Si bien Argentina y Brasil aparecen intercambiados entre el primer y segundo lugar, luego de instalado el gobierno Lula los valores de riesgo país han caído sustancialmente. Un proceso de desacople similar se vivió en Uruguay cuando se disparó el riesgo país convencional al tiempo de la crisis bancaria 2002, mientras que ese valor cayó a pique apenas se acordó un proceso voluntario de renegociación de la deuda externa con todos los acreedores. Desde ese entonces ha tenido lugar una crisis económica en ese país, con fuerte deterioro de los indicadores sociales, mientras que el riesgo país convencional bajó a niveles de 700 puntos en ese entonces. Es también interesante el caso de Chile, que aparece con el menor riesgo convencional en tanto que en el ranking del riesgo país alternativo aparece en el quinto lugar. De esta manera, México, Chile, Colombia y Perú, todas economías grandes e intermedias a nivel latinoamericano, poseen valores de IRPA mayores al riesgo país convencional.





## **7. ECONOMÍA POLÍTICA DEL RIESGO PAÍS ALTERNATIVO**

---

Eduardo Gudynas

Los indicadores convencionales de riesgo país no son neutros. Expresan no sólo ciertas ideas sobre la naturaleza de los procesos económicos, sino que están inmersos en una economía política más amplia. De la misma manera, el indicador alternativo de riesgo país también se basa en otra visión de la economía política. En el presente capítulo se avanza en algunos de esos temas, por un lado profundizando algunos aspectos adelantados en el capítulo 4, así como presentando otros aspectos complementarios. Además se profundiza en algunas de las oportunidades que permite el concepto de riesgo país alternativo, no sólo como un indicador de “otro riesgo” sino como un instrumento en la elaboración de nuevas estrategias orientadas al desarrollo sostenible.

### **Riesgo país y globalización**

Los indicadores de riesgo país convencionales son un componente esencial de la globalización financiera y establecen relaciones vinculantes de hecho entre diferentes agentes económicos. Buena parte de la globalización financiera ha tenido lugar amparada por factores como la disponibilidad de una creciente masa de capital, el desarrollo de canales para movilizarlo a nivel internacional donde es posible tanto invertir como recu-

perar ganancias, la aparición de instrumentos derivados que a su vez se convierten en objeto de transacciones, etc. Estos procesos van de la mano con otros, como la creciente relevancia de las empresas transnacionales, la deslocalización de unidades productivas y las megafusiones entre corporaciones. De esta manera, los actores más destacados del mundo financiero operan a nivel global, están en muchos casos desterritorializados, ya que sus evaluaciones y acciones están más allá de fronteras y se pueden mover prácticamente con toda libertad a escala internacional. Han sido evidentes cambios en los actores involucrados ya que se ha reducido la importancia de los bancos y otras instituciones de depósitos y aumentó el papel de instituciones de inversión.

Esos capitales llegan a América Latina en búsqueda de ganancias, y lo hacen no sólo por su propio interés sino porque los gobiernos de la región compiten por atraerlos, ofreciéndoles toda clase de facilidades. La incidencia de los gobiernos latinoamericanos en esos flujos es reducida, mientras que tienen un poder mayor los fondos de inversión y de algunos gobiernos, en especial el de Estados Unidos por medio de la determinación de las tasas de interés a corto plazo que realiza la Reserva Federal. A esos capitales externos se suman capitales de origen latinoamericano pero que también nutren fondos de inversión o de pensión que actúan a nivel nacional o regional y que siguen la misma lógica.

La liberalización de los flujos de capital ha permitido que los gobiernos de las naciones en desarrollo o empresas ubicadas en esos países, tomaran créditos de diverso tipo. Los instrumentos y los actores en ese proceso se han diversificado, desde préstamos de los bancos comerciales a los fondos de inversión, desde los nuevos apoyos de las operaciones con el sector privado de la banca multilateral a los fondos de pensiones y han llegado a los llamados “mercados emergentes”, entre los que se encuentra América Latina (Santos Valle, 2001). La creación de instrumentos derivados generó una nueva diversificación de las opciones disponibles. Todos estos sucesivos pasos en la diversificación de las opciones ha tenido como contracara generar importantes incertidumbres; los instrumentos derivados en lugar de reducir esos problemas los han aumentado.

Por lo tanto, el concepto mismo de “riesgo país” corresponde a una visión esencialmente mercantil del desarrollo, que al darse de forma universal, también responde a un sistema económico internacional. Tal como

se discutió antes (capítulos 3 y 4), el riesgo país convencional es un indicador fundamentalmente económico que busca expresar la capacidad de una nación en hacer frente a sus deudas. Precisamente la transnacionalización financiera hace necesaria la existencia de “calificadores” externos; la “liberalización financiera y el desarrollo del mercado de bonos aumentaron la importancia de las calificaciones de riesgo de países y empresas que los inversores utilizan para evaluar sus potenciales financiados y el riesgo de sus operaciones” (Sevares, 2002a). Ese espacio financiero económico internacional tiene influencias enormes sobre América Latina (véanse los reportes de país en Gambina, 2002; además Santiso, 2003 y Chesnais, 2001; Hopenhayn y Vandí, 2002; Souza Braga y Macedo Cintra, 2004).

Los valores de riesgo país influyen en las preferencias y expectativas de los inversionistas, que a su vez, se refleja en la prima de riesgo país. Valoraciones negativas de las calificadoras de riesgo alejan las posibilidades de inversión en los países emergentes. La lógica tal como se observa en la realidad es la siguiente: al aumentar el valor del riesgo país, disminuye la inversión extranjera y el crédito internacional, la actividad económica de estos países se estanca o reduce y en este entorno disminuyen las posibilidades de pago de compromisos asumidos; esta nueva situación se refleja de manera negativa en la valoración que realizan las calificadoras de riesgo, generándose nuevamente un indicador de riesgo país elevado. Se ha constituido una dinámica que deja a los gobiernos un margen de manobra reducido para pensar en estrategias de desarrollo propias. Se refuerzan así las dependencias financieras.

## **La incertidumbre del riesgo**

Uno de los propósitos centrales de las calificaciones convencionales es mejorar la disponibilidad de información para reducir el riesgo de los inversores. Sin embargo, las evaluaciones utilizadas son claramente insuficientes (véase el capítulo 4), por lo que resulta paradójico que un aspecto central del capitalismo contemporáneo como el riesgo sea abordado de manera limitada e inadecuada.

Las calificadoras de riesgo se presentan como evaluadores privilegiados de las “señales” que enviaría el mercado. En efecto, en la visión tra-

dicional los inversores y prestatarios son los que deberían sopesar la información sobre los agentes que solicitan créditos o inversiones, pero como éstos no tienen tiempo, la información disponible es muy heterogénea y deben atender muchos negocios simultáneamente, apelan a un “intermediario” que se especializa en analizar los datos. Las calificadoras de riesgo convencional se presentan a sí mismas como las mejores opciones para desentrañar la información clave que se genera en el mercado.

Conceptualmente ese procedimiento presupone varias cuestiones. En primer lugar que existen señales que se corresponden directamente con lo que sucede en el mercado, que esas señales pueden ser plena y adecuadamente evaluadas y que se concuerda en un catálogo completo de las señales a ser consideradas. Sin duda que todas estas presunciones son al menos una exageración, tal como advierte Sapir (2004). En efecto, la “velocidad de las transacciones y de los flujos de capitales desborda y satura los procesos cognitivos y analíticos de los agentes”, donde la “liberalización y la innovación financieras incontroladas multiplican a un ritmo exponencial las señales que es preciso interpretar”. En las actuales condiciones no es la falta de información, sino el exceso lo que genera “una forma específica de incertidumbre”.

Bajo esas condiciones de diversidad de información, Sapir (2004) acertadamente indica que es necesario considerar si “cada señal es o no directamente interpretable y en qué medida se trata de señales o de ruido”. Esto apunta a cuestionar directamente la defensa de las señales económicas como portadoras de una “información perfecta”. Tampoco existe acuerdo sobre cuáles deberían ser las señales a considerar; ese “catálogo” en realidad siempre es incompleto. De hecho, las calificadoras de riesgo se han apegado esencialmente a indicadores económicos y dentro de estos aquellos más relacionados con los aspectos financieros. Pero en realidad los procedimientos de las calificadoras no son siempre explícitos, los modelos en muchos casos se mantienen en reserva y no se explica adecuadamente cómo se ponderan los diferentes componentes. Incluso el propio FMI reconoce las limitaciones de las evaluaciones de riesgo por “información insuficiente y una visión incompleta sobre la dinámica del mercado” (citas en Sevares, 2002).

O ESTADO DE S. PAULO

& NEGÓCIOS

# Economia

SEXTA-FEIRA 16 DE ABRIL DE 2004

## Relatório do JP Morgan faz estragos no mercado

Com rebatimento dos papéis brasileiros, risco sobre 10,95% e dólar, 1,04%, bolsa cai 2,57%

BIÊNIO PEREIRA

O mercado financeiro tinha tudo para ter um dia tranquilo. Mas o relatório do JP Morgan, do Comitê de Política Monetária (Copom) confirmar as expectativas dos analistas e cortar em 0,25 ponto porcentual a taxa de juros, o relatório divulgou ontem pelo banco americano JP Morgan, reduzindo a recomendação de investimento em títulos da dívida pública brasileira e questionando a política fiscal do País, azedou o humor do mercado. O nervosismo elevou o risco país para o maior nível em mais de um ano passado. Até as 18 horas,

do mundo. Os números da China, porém, não deram o sinal amarelo no mercado financeiro. Com o crescimento econômico do país de 9,7% apenas no primeiro trimestre, os analistas já começam a temer uma possível elevação dos juros chineses para conter o crescimento econômico.

Quanto às recomendações no mercado chinês impacta diretamente o Brasil, já que é um grande importador de commodities brasileiras. Os analistas divulgados na China derrubaram as ações do setor siderúrgico e influenciaram o mercado brasileiro. Mas segundo analistas o movimento impactou bolsas do mundo inteiro. (Colaborou Francisco Carlos de Assis)

■ Mais informações nas páginas 3 e 4

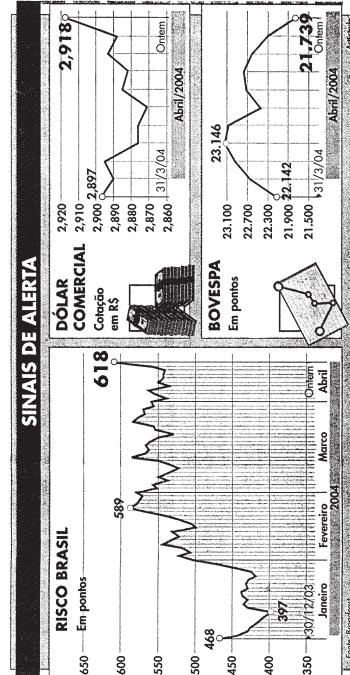


Figura 7.1. El poder del reporte de una calificadora de riesgo sobre la economía de Brasil.

El 15 de abril de 2004 era un día tranquilo en los mercados brasileños en especial por la reducción de 0.25% en las tasas de interés. En la tarde de ese día la calificadora J.P. Morgan hizo público un informe donde redujo las recomendaciones sobre la deuda brasileña y cuestionó la política fiscal gubernamental. A partir del anuncio, el riesgo país subió 10%, los indicadores de la Bolsa de Sao Paulo cayeron un 2.6%, los papeles de deuda cayeron un 2.6% y el dólar se elevó un 1%. Estos hechos se sucedieron a lo largo de algunas horas.

Primera plana de la sección economía del periódico Estado São Paulo (16 abril 2004) donde se advierte que el informe de JP Morgan hizo estragos en el mercado.

Por lo tanto la preselección de los indicadores ya conlleva una serie de presupuestos, algunos prácticos (como el tiempo disponible para buscar nuevos indicadores o generar nuevas evaluaciones), mientras que otros son conceptuales (siempre están presentes ideas que son funcionales a las empresas y los fondos de inversión). Tal como reconoce Sapir (2004) en su revisión de este problema, el “tratamiento mismo de la señal para extraer la información contenida en ella debe ser considerado como un proceso teñido de subjetividad”. Este punto es muy evidente en el caso de las calificadoras de riesgo.

Como advierte Sapir (2004) la actual liberalización económica “multiplica hasta el infinito las señales e impone unos tiempos de reacción cada vez más cortos” y por lo tanto es desestructurante. La propia metodología del riesgo país convencional contribuye a mantener la incertidumbre que hace necesario contar con esos indicadores, perpetuando las incertezas. Los instrumentos derivados, sean hacia el futuro o como seguros, en realidad transfieren el riesgo entre los actores (donde cada eslabón de la cadena cobra al menos una comisión). El riesgo se hace sistémico, no desaparece y en muchos casos es diseminado hacia un número mayor de actores. Los volúmenes de capitales involucrados son enormes y, por lo tanto, incluso los pequeños porcentajes de ganancias resultan una suma de relevancia. Pero lo que es más llamativo es que el propio riesgo, bajo la forma de capitales de riesgo, se vuelve en algunos casos un área donde se desea participar. De esta manera el riesgo pasa a ser un atributo propio de este tipo de relaciones económicas. Avanzando en el mismo sentido, estos y otros factores explican que “en un mundo en el que la atención es un recurso escaso, la información puede resultar un lujo costoso, porque desvía nuestra atención de lo que es importante a lo que es secundario” (H.A. Simon, citado por Sapir, 2004).

Finalmente, la visión convencional queda restringida únicamente a aquellos indicadores vinculados a los intereses de quienes otorgan los créditos, lo que sin duda es comprensible, pero el problema es que las decisiones basadas en esa información tienen consecuencias económicas que van mucho más allá de los prestatarios. Por ejemplo, en el caso de una calificadora de riesgo que reduce la nota sobre un país no sólo desencadena reacciones en los inversores (quienes retiran su fondos), sino que además eso puede acabar en la clausura de fábricas, afectando entonces a los obreros y

los empleados. El punto que debe quedar en claro, y que se explorará con detalle más abajo, es que ese tipo de señales tienen consecuencias expandidas que van más allá de unos pocos agentes en el sector financiero.

Justamente a partir de esas ideas, Sapir denuncia que se cae en una tiranía donde las decisiones están dominadas por los rendimientos a corto plazo. Pero ese criterio no puede ser usado para evaluar todos los proyectos económicos: “la eficacia real de ciertas operaciones económicas no puede resumirse enteramente en la tasa de beneficio que arrojan”. Agudamente agrega que al sostener que es aceptable evaluar los proyectos únicamente por criterios financieros se debería admitir que “el agente económico es Dios (lo sabe todo, lo ve todo, conoce tanto el futuro como el pasado)” y vive en un “espléndido aislamiento” porque sus acciones sólo lo afectan a él.

La única manera de reducir esa incertidumbre es estableciendo mecanismos de regulación y control, pero esa opción es constantemente combatida por las calificadoras de riesgo y el resto del elenco financiero internacional. Se suceden las lamentaciones sobre el riesgo, sea en nuestros países como en el hemisferio norte, pero a la vez se evitan tomar las medidas de regulación y control para reducir ese riesgo. Por el contrario, aquel país que instale medidas de ese tipo será castigado en las calificaciones convencionales en tanto limita los flujos de capitales. La alternativa se encuentra entonces en procedimientos de regulación que deben darse tanto a escala nacional como global (ver especialmente Chesnais, 2001).

### **Riesgo país y decisión política**

El valor de riesgo país se ha transformado en uno de los datos más importantes para reflejar el estado de las economías de los países en desarrollo. Se apunta a medidas de corto plazo que buscan contener el riesgo país convencional apuntando a la coyuntura. La decisión política queda acotada por las calificaciones y se establece una dependencia entre unos y otros. En algunos casos el sólo anuncio de una modificación en las calificaciones desencadena estragos en los mercados locales.

Pero además, estas calificaciones se hacen desde un espacio transnacionalizado, en manos de empresas calificadoras. Un puñado de personas en oficinas desperdigadas en algunas capitales de países industrializados



realizan la evaluación de *toda* la economía global, país por país. Cada nación tiene sus particularidades, su idioma y su cultura, y a su vez, enfrenta diferentes problemas y opciones en su desarrollo, pero todas y cada una de ellas pasan por una misma evaluación que se hace a distancia.

De esta manera los indicadores convencionales de riesgo país debilitan los procedimientos democráticos y erosionan las capacidades del Estado-nación. Por ejemplo, las calificaciones sobre deuda soberana se hacen desde “afuera” sobre la gestión gubernamental y no tiene relación con las evaluaciones que se hacen desde “adentro”, donde la ciudadanía reacciona frente a la marcha del país y juzga las decisiones de sus gobernantes. Esa relación no funciona en el caso de las calificaciones de riesgo país convencional y, por el contrario, la evaluación la realiza un pequeño grupo de técnicos, los que tienen un poder fenomenal en los mercados, y desde allí se termina condicionando a los gobiernos de turno (figura 7.1). En muchos casos los cambios en unos pocos puntos en el nivel del riesgo país tienen mayores repercusiones que las caídas o subidas en las encuestas de opinión pública.

Algunos ejemplos se ofrecieron en el capítulo 4, donde especialmente en Argentina y Uruguay se aplicaron estrategias para contentar a los mercados y evaluadores de riesgo, pero que iban a contracorriente de las expectativas ciudadanas. Debe admitirse que otro tanto está en curso en Brasil con la administración Lula, donde se sigue una política económica que es muy distinta de la esperada por la ciudadanía y especialmente por la base electoral que llevó al PT al gobierno, y que en cambio es la reclamada por los centros económicos y financieros globales. Las medidas del equipo económico de Lula responden a los vaivenes del riesgo país, aunque por ahora allí no existe evidencia de una eclosión ciudadana. Situaciones similares se han vivido en otros países, como por ejemplo Ecuador o Perú.

Las calificadoras de riesgo interactúan con unos pocos actores nacionales y los reportes que generan no sólo afectan a los inversores, sino que también a los bancos, agencias multilaterales de asistencia, FMI, Banco Mundial, BID; entre otros. Cada uno de ellos a su vez presiona sobre el país evaluado. Las calificadoras también ejercen influencia directa por medio de “consejos” o “advertencias” sobre nuestras economías. Por ejemplo, meses atrás Benito Solís, director de Moody’s en México, sostenía que ese

país “debía crecer más”, que “deben aumentar los montos de inversión”, cambiar la legislación en inversiones, etc. (Crónica, México, 8 septiembre 2003). Este tipo de situaciones se vive en todo el continente. De esta manera se conforma un flujo privilegiado en la información y las presiones políticas, tal como se ilustra en la figura 7.2. Por lo tanto las calificadoras no son un mero espectador de variables en ese escenario global, sino que son actores activos que influncian y presionan a través de varios canales, y eso potencia el poder que ostentan.

Además, como la calificación es presentada como un hecho técnico, supuestamente objetivo, se hace todavía más resistente a cualquier debate abierto. Al ocultar su profunda subjetividad bajo un mito de certeza científica se excluye debatir públicamente la naturaleza de esas medidas y los estilos de desarrollo que amparan. Incluso el propio nombre de “riesgo país” está revestido de ese simbolismo, ya que en sentido estricto lo que se pretende evaluar es un riesgo de moratoria o incumplimiento de pago. Al presentar esos aspectos como un “riesgo” de todo un “país” se cae en una denominación pretenciosa.

En las operaciones de las calificadoras no existe el control, al menos desde otras esferas del Estado, como puede ser una mayor presencia parlamentaria o desde otros actores de la sociedad civil. Un ejemplo descarado de esos extremos lo ofrecen las declaraciones del inversionista George Soros, cuando en junio de 2002, al referirse a las elecciones en Brasil, cuestionaba la opción de Lula, augurando una cesación de pagos de la deuda. Soros fue más allá y sostuvo que “en el imperio romano sólo votaban los romanos. En el capitalismo global moderno sólo votan los estadounidenses. Los brasileños no votan”. Con eso quedaba en claro que desde el punto de vista de los inversores las democracias nacionales no sólo no cuentan, sino que deberían ser excluidas para permitir un manejo transnacionalizado.

La idea de señales en el mercado y de una información perfecta al alcance de la mano, donde las democracias nacionales no deben ser atendidas, es a su vez parte del reduccionismo de concebir el gobierno como una “governabilidad corporativa” (*corporate governance*), donde se establecen ciertas relaciones entre los accionistas (inversores) y el equipo gerencial de una corporación (presidentes, ministros de economía, presidentes de bancos centrales, etc.). El cálculo convencional de riesgo país es parte de esta

visión de gobernabilidad corporativa, y de hecho examina a los países como si fueran empresas. Queda en claro que un indicador alternativo no sólo debe ofrecer una nueva mirada sobre las dimensiones analizadas, sino que en su misma elaboración y uso se debe convertir en una herramienta que potencie el debate político y la democratización.

---

Cuadro 7.2.  
Foro Social de las Américas (Quito, 2004)  
EL OTRO ÍNDICE DE RIESGO PAÍS

Brasil y Argentina son países en “*default*” (insolvencia) social y ambiental, según el modelo de índice de riesgo país alternativo (IRPA) presentado en el I Foro Social de las Américas que se realiza en la capital de Ecuador. El IRPA incorpora una nueva metodología, con elementos que miden la vulnerabilidad de los países en cuanto a su desarrollo, explicó a IPS Eduardo Gudynas, uno de los creadores de este novedoso indicador.

D3E y CLAES desarrollaron este método como una réplica a los criterios con que consultoras financieras internacionales efectúan sus tradicionales calificaciones de riesgo de las deudas soberanas de países pobres. Con el riesgo país se condiciona la política económica de los gobiernos en áreas tan sensibles como la deuda externa, asunto analizado en varios de los paneles de este foro que bajo el lema “otra América es posible” congrega en Quito a 8.000 personas de 40 países, de acuerdo con datos de los organizadores.

“Otro mundo es posible y hay que tener un índice para medirlo”, comentó con humor el economista ecuatoriano Alberto Acosta, del Instituto Latinoamericano de Investigaciones Sociales, al elogiar esta iniciativa del equipo de investigadores de D3E y Claes, con sede en Montevideo.

“El IRPA busca reflejar la probabilidad de deterioro social, económico y ambiental que enfrentan los países latinoamericanos. Mientras el riesgo país tradicional enfatiza aspectos económicos y financieros, el IRPA incorpora otras dimensiones, como la social, la política y la ecológica”, explicó Gudynas.

De acuerdo con este nuevo índice, Costa Rica es el único país latinoamericano que tiene un IRPA tolerable, mientras en el otro extremo, dos de las mayores economías regionales, Argentina y Brasil, están en insolvencia social y ambiental. La propuesta base del IRPA incorpora para la selección de indicadores dimensiones económicas, sociales, ambientales, institucionales y tecnológicas, pero en muchos casos con enfoques alternativos en su valoración.

La economista Rocío Lapitz, también del equipo de D3E y Claes, señaló que los indicadores convencionales de riesgo-país están diseñados para medir la posibilidad de incumplimiento de pagos de un país y por tanto indicar a los empresarios si ese país es conveniente o no para invertir. Lapitz destacó que el método de medir el riesgo país con base en la comparación de la cotización bursátil de los bonos de deuda de un país con los bonos del Tesoro de Estados Unidos solo se aplica a los países en vías de desarrollo y no a los industrializados. Las agencias calificadoras aplican indicadores económicos, financieros y también políticos, pero no indicadores sociales ni ambientales, agregó la experta.

“La importancia que se otorga al riesgo país se debe a la debilidad estructural de América Latina en materia de deuda. Es un instrumento creado por agencias de intermediación financiera que lo han hecho en función de sus objetivos. El problema es que nuestros gobiernos lo adoptan como guía”, dijo a IPS Alejandro Villamar, de México.

---

“El riesgo país tradicional no mide calidad de vida ni posibilidades de desarrollo. Mide capacidad y disposición de pago, pero no garantiza sustentabilidad del pago de la deuda externa, porque es de muy corto plazo y tremendamente limitado”, señaló Acosta. “Priorizar el pago de la deuda es crear un deterioro social programado”, agregó el economista, que citó como ejemplo al gobierno ecuatoriano de Lucio Gutiérrez, que destina los excedentes de las ventas de petróleo al servicio de la deuda y al mismo tiempo impone límites a la inversión social.

La abogada ambientalista Margarita Flórez, de Colombia, manifestó extrañeza por el riesgo país relativamente bajo de una nación tan violenta como la suya, pero recordó también que el gobierno comenzó hace algunos años a indemnizar a las compañías petroleras por los daños de atentados para mantener así una buena calificación.

Dentro de las paradojas del indicativo del riesgo país, Gudynas apuntó que si un gobierno decide mejorar su legislación ambiental lo más probable es que tenga una peor calificación de riesgo por parte de las agencias, que verán este aspecto como un aumento de costos para los inversionistas. El modelo presentado por los investigadores uruguayos tiene un carácter propositivo y preliminar, con vistas a que sean las propias comunidades las que vayan incorporando indicadores alternativos de riesgo adecuados a su realidad, en lo que constituye también un ejercicio de participación democrática.

**Gustavo González**

*El autor es periodista de IPS y participó del taller de presentación del IRPA en Quito. El recuadro presenta secciones de su artículo publicado en IPS el 27 julio de 2004.*

---

---

## **Riesgo país y desarrollo**

Los altos valores de riesgo país, tanto convencional como alternativo, muestran una fuerte dependencia de ciertas estructuras globales que apuestan al capital financiero en lugar del productivo. Además, las inversiones en el sector productivo dirigida a nuevos emprendimientos en muchos casos se orientan a las *commodities* y exportaciones de materia prima (minería, hidrocarburos, etc.). Por lo tanto, ninguna de esas dos vertientes logra potenciar aquellos emprendimientos de mayor valor agregado.

La postura del riesgo país funcional a una “governabilidad corporativa” hace que las estrategias de desarrollo queden desnudadas de sus metas sociales o ambientales y que se enfatice la rentabilidad. Esta perspectiva se encuentra profundamente arraigada en América Latina y se expresa corrientemente en concebir el desarrollo como una carrera para aumentar las exportaciones, asumiéndose que los incrementos en el comercio exterior automáticamente arrastrarán al Producto Bruto Interno y que ese aumento de la riqueza a su vez permitirá reducir la pobreza y mejorar la calidad de vida. Es evidente que en muchos países latinoamericanos las ex-

portaciones han tenido un fuerte despegue, pero el PBI ha crecido en menores niveles, enfrentando los más variados altibajos y casi en ningún caso ha ocasionado mejoras sustanciales en la calidad de vida o reducción de la pobreza.

Esa gobernabilidad corporativa se basa en inversiones en proyectos muy precisos, con metas de productividad y rentabilidad muy específicas en cortos períodos de tiempo. Las calificadoras de riesgo se convierten en la polea de transmisión entre esos emprendimientos y sus financiadores. En esas decisiones no se persiguen fines sociales, como generar buenos empleos con adecuados salarios, ni en preservar la calidad ambiental; tampoco están pensados como medios de generar riqueza a nivel local o nacional para reinvertir en otros emprendimientos. Por lo tanto, la propia dinámica de la inversión extranjera, y en especial la especulación financiera, destruye todavía más la capacidad de nuestros países para establecer con cierta autonomía nuevas estrategias de desarrollo.

Es más, en tanto los aportes sustanciales de esos fondos provienen de los países industrializados, y muchos de ellos apuntan a los sectores primarios, se regeneran relaciones de dependencia. Nuestros países se mantienen como exportadores de productos primarios, sin lograr generar sectores industriales sustantivos y que logren efectos arrastre para dinamizar la economía. Incluso el caso más destacado de expansión manufacturera exportadora, México, en realidad depende más del comercio intra-firma y de una cierta etapa de la deslocalización para mejorar la rentabilidad. A esto se suma el efecto del endeudamiento externo que traba todavía más la exploración de alternativas, en tanto obliga a mantener exportaciones a cualquier costo y genera continuos ajustes fiscales que reducen los márgenes de maniobra gubernamentales.

Por razones de este tipo, el riesgo país convencional es funcional a un estilo de desarrollo también convencional, mercantilista, donde sus propias contradicciones mantiene a la región rezagada y con fuertes problemas ambientales y sociales. Un indicador alternativo, por lo tanto, debería potenciar poner en discusión los estilos de desarrollo que están por detrás de las situaciones que se están evaluando y ampliar ese debate hacia aspectos que van más allá de la rentabilidad.

## Las implicancias de un indicador alternativo

En tanto el uso de calificaciones de riesgo es expresión de facetas de la globalización, el camino hacia un indicador alternativo obliga a varias tareas. Entre ellas es necesario destacar y comentar algunas. En primer lugar, abrir la discusión a la participación e información ciudadana. En segundo lugar, ampliar el abanico de dimensiones consideradas, especialmente integrando aspectos sociales, políticos y ambientales. En tercer lugar, debe vincularse a un debate sobre el país deseado contra el cual se confrontan los riesgos que se pueden asumir.

En cuanto al primer aspecto, la postulación de un indicador alternativo es un hecho que obliga a discutir las posibilidades y limitaciones de ese tipo de evaluaciones. El procedimiento que se ha seguido en la iniciativa del IRPA es dejar en claro la base metodológica y los pasos que se siguieron en su confección; la idea fue discutida en varios encuentros y finalmente la primera versión se presentó en el Foro Social de las Américas en Quito, Ecuador (Cuadro 7.1).

La composición del IRPA amplía las dimensiones consideradas a los aspectos sociales y ambientales, mientras que simultáneamente reinterpreta los aspectos económicos (capítulos 5 y 6). Si bien este aspecto podría resultar menor, en realidad rompe con la visión tradicional imperante en la actualidad, la que sistemáticamente ignora o rechaza los aspectos sociales o ambientales. Por lo tanto el IRPA encierra una crítica al desarrollo de corte mercantilista. Con la inclusión de los aspectos ambientales permite además transitar hacia el campo del desarrollo sostenible.

De todas maneras, desde la perspectiva alternativa que encuadra este ejercicio, el acento no sólo está en los resultados del IRPA en sí mismo, sino que la propia elaboración del nuevo indicador es tanto o más importante y debe ser concebida como un proceso abierto. Este es un hecho clave y que responde a la necesidad de potenciar los debates políticos sobre las estrategias de desarrollo y sus efectos.

Por lo tanto no se postula que el IRPA se basa en un catálogo cerrado de variables, sino que futuros ejercicios de cálculos podrán enfatizar otros aspectos y seleccionar diferentes variables. Es posible seleccionar otro conjunto de variables, así como ampliar o reducir su número; se podrá insistir con los aspectos sociales o los institucionales, y así sucesiva-

mente se pueden configurar distintos conjuntos de evaluación. La propia elección de las variables es una tarea tan importante como el resultado final del ejercicio y debe estar vinculada directamente a las necesidades y aspiraciones de la sociedad civil. El IRPA no es un indicador para sectores privilegiados de la sociedad, sino que debe ser un instrumento de información abierto a toda la ciudadanía y, por lo tanto, ésta puede participar en diseñarlo. Esta potencialidad permite superar las limitaciones en el terreno de la política y la democracia de los indicadores convencionales. Las potencialidades de esta tarea para las organizaciones sociales son evidentes, en tanto pueden organizarse talleres donde la propia selección de variables se constituye en una práctica política.

En el mismo sentido, el concepto de “riesgo aceptable” también tiene enormes potencialidades. En nuestra propuesta de IRPA se han tomado valores de “riesgo aceptable” en algunos casos basándonos en evidencia científica y en otros en las demandas de los movimientos ciudadanos. Pero estos valores de riesgo aceptable también se encuentran abiertos a la discusión y diferentes movimientos sociales pueden discutir sus propios indicadores. Ese debate obliga a considerar las opciones de desarrollo posibles, promover ejercicios donde se piensan futuros mejores y volcar esas aspiraciones a indicadores más precisos, para poder considerar los riesgos que se están dispuestos a tomar para avanzar en ese camino.

Tanto la determinación de los componentes del IRPA como la del riesgo aceptable implican poner en primer plano la discusión sobre el desarrollo y exige analizar metas específicas sobre el desarrollo y los riesgos que se está dispuesto a asumir para llegar a ellas. En este sentido todo el debate se refiere a las capacidades de un país para establecer sus propias estrategias de desarrollo, enmarcadas en una escala entre la autonomía y la dependencia. La capacidad que tengan estos países para superar la subordinación es esencial para manejar en forma autónoma las decisiones sobre el desarrollo y esta capacidad se relaciona con las condiciones sociales, la calidad de vida de las personas y del entorno en el que viven.

El ejercicio de preparar el IRPA concuerda con la necesidad de establecer regulaciones sobre los flujos de capital para evitar especulaciones que degeneren en impactos económicos, sociales y políticos, así como para encauzar los emprendimientos financiados hacia mejores estándares sociales y ambientales, una mayor equidad en la distribución de los bene-

ficios, que a su vez pueden servir como base para otras actividades futuras. Tanto el cuestionamiento a los indicadores convencionales como la elaboración del IRPA dejan en claro que la reducción y el adecuado manejo del riesgo no se realiza por medio de estos indicadores, sino por reglas claras en el manejo del capital (véase por ejemplo Chesnais, 2001; Tous-saint, 2004). Está claro que esa problemática va más allá de los objetivos del presente texto, pero es necesario dejar en claro la necesidad de moverse en ese sentido, y un indicador como el IRPA puede ser un instrumento adecuado para sopesar dónde y cómo introducir esas regulaciones.

Finalmente, el indicador de riesgo país es un esfuerzo para volver a encuadrar las aspiraciones y necesidades de desarrollo bajo las necesidades locales y nacionales, contribuyendo a lograr una mayor autonomía frente a las decisiones que se toman a nivel global. Sin duda esa es una tarea compleja, pero es indispensable moverse en ese camino siempre que se persiga la meta de mejorar la calidad de vida de los latinoamericanos.

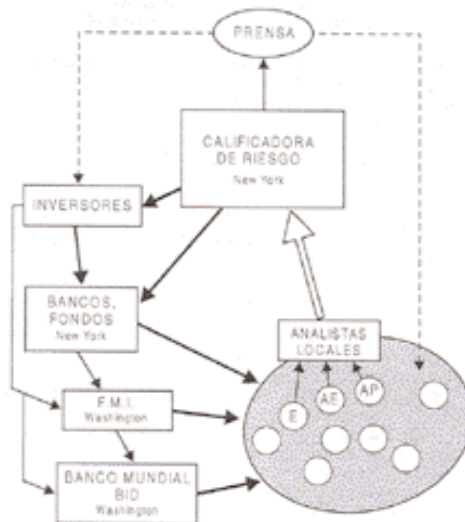


Figura 7.2. Diagrama esquemático de las relaciones con las calificadoras de riesgo y un país en América Latina. En el país bajo análisis, los analistas locales de la calificadoradora tienen contactos privilegiados con analistas económicos (AE), autoridades políticas (AP) y empresarios (E). Los resultados de la calificación se envían en reportes detallados a los subscriptores que incluyen a los inversores individuales, los fondos de inversión, bancos comerciales e instituciones financieras internacionales; el resumen de esos resultados además se difunde por la prensa.





# BIBLIOGRAFÍA

- Aglieta, M. 2000. Macroeconomía financiera. AbyaYala, Quito.
- Banco Central de Venezuela. 2000. El Riesgo-País y sus Determinantes, Cuadernos BCV, Serie Técnica, Caracas.
- Cardoso, F.H. 2002. Presentación realizada ante la Asociación de Dirigentes de Marketing (ADM-Uruguay), Montevideo.
- CEPAL. 2002. Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe, Santiago de Chile.
- CEPAL. 2002. Anuario Estadístico, CEPAL, Santiago.
- Chesnais, F. 2001. La mundialización financiera. Génesis, costo y desafíos. Losada, Buenos Aires.
- Environmental Sustainability Index. An Initiative of the Global Leaders of Tomorrow Environment Task Force. 2002. World Economic Forum. [www.ciesin.org/indicators](http://www.ciesin.org/indicators)
- Evia, G. 2000. Un ejercicio de aplicación de indicadores de sustentabilidad de diferentes alternativas productivas en los humedales de la Laguna Merín. Temas Clave, CLAES, Montevideo.
- Fitch. 2001. Effect of environmental regulations on the electric power industry: US, UE, Australia, and New Zealand. Global Power Special Report, Fitch, Ibca, Duff & Phelps.
- Fitch. 2002. National ratings: methodology update. Criteria Report, Fitch, Ibca, Duff & Phelps.

- Freedom House. 2001. *Freedom in the World 2001–2002: The Democracy Gap*. New York: Freedom House, New York.
- Gambina, J. (comp.). 2002. *La globalización económico-financiera*. CLACSO, Buenos Aires.
- Gudynas, E. 2002. El concepto de Regionalismo Autónomo y el desarrollo sustentable en el Cono Sur, en: *Sustentabilidad y regionalismo en el Cono Sur* (E. Gudynas, comp.). Coscoroba, Montevideo.
- Guimarães, R.P. 1998. La ética de la sustentabilidad y la formulación de políticas de desarrollo. *Ambiente & Sociedad* No 2: 5-24.
- Hopenhayn, B. y A. Vanoli. 2002. *La globalización financiera. Génesis, auge, crisis y reformas*. Fondo Cultura Económica, Buenos Aires.
- Kaiser, J. 2002. Las deudas no son una fatalidad. Banco Central del Ecuador, Quito.
- Kaminsky, G. y S.L. Sch mukler. 2002. Emerging market instability: do sovereign ratings affect country risk and stock returns? *World Bank Economic Review* 16: 171-195.
- Klein, A. 2004a. Borrowers find system open to conflict, manipulation. *Washington Post*, Noviembre 22, p A01.
- Klein, A. 2004b. Credit raters' power lead to abuses, some borrowers say. *Washington Post*, Noviembre 24, p A01.
- Linder, A. y C. Santiso. 2002. Assessing the predictive power of country risk ratings and governance indicators. *SAIS Working Papers*, Johns Hopkins University.
- López Figueroa, Alfonso. 2002. La calificación del riesgo país; Departamento de Investigaciones económicas; Banco de Guatemala, Guatemala.
- Morales, J. y Tuesta, P. 1998. "Calificaciones de Crédito y Riesgo País". *Revista de Estudios Económicos*, Banco Central de la República del Perú, Lima.
- Paolillo, C. 2004. *Con los días contados. Búsqueda y Editorial Fin de Siglo*, Montevideo.
- Parodi Trece, C. 2003a. *Globalización y crisis financieras internacionales*. Universidad del Pacífico, Lima.

- Parodi Trece, C. 2003b. La crisis argentina. Lecciones para América Latina. Universidad del Pacífico, Lima.
- PNUD. 2003. Informe sobre Desarrollo Humano. Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo, New York.
- Rapaport, M. 2002. El verdadero riesgo de un país consiste en que no crezca, Artículos varios, en [www.HistoriaRed.com](http://www.HistoriaRed.com).
- Reinhardt, C.M. 2002. Default, currency crisis, and sovereign credit ratings. *World Bank Economic Review* 16: 151-170.
- Santiso, J. 2003. The political economy of emerging markets. Actors, institutions and financial crisis in Latin America. Palgrave, New York.
- Santos Valle, J. L. 2002. Un recurso viable para contrarrestar la volatilidad y la incertidumbre, factores desencadenantes de las crisis económico-financieras contemporáneas, pp 211-225, En "La globalización económico-financiera" (J. Gambina, ed). CLACSO, Buenos Aires.
- Sapir, J. 2004. Economistas contra la democracia. Ediciones B, Barcelona.
- Sarandón, S. J. (comp.). 2002. Agroecología: El camino hacia una agricultura sustentable. E.C.A. Ediciones Científicas Americanas.
- Sevares, J. 2002a. Riesgo y regulación en el mercado financiero internacional, pp 309-331, En "La globalización económico-financiera" (J. Gambina, ed). CLACSO, Buenos Aires.
- Sevares, J. 2002b. Por qué cayó la Argentina. Imposición, crisis y reciclaje del orden neoliberal. Norma, Buenos Aires.
- Soares de Lima, M. 2003. As Américas na política externa do governó Lula. *Anuario Social y Político de América Latina y el Caribe, FLACSO y Nueva Sociedad*, 6: 49-54.
- Souza Braga, J.C. de y M.A. Macedo Cintra. 2004. Finanças dolarizadas e capital financeiro: exasperação sob comando americano, pp 253-293, En: *O poder americano* (J.L. Fiori, org). Vozes, Petrópolis.
- Toussaint, E. 2004. La bolsa o la vida. Las finanzas contra los pueblos. CLACSO, Buenos Aires.
- WRI. 2002. World Resources, 2002-2004. World Resources Institute, Washington.



## DOCUMENTOS de TRABAJO

Documentos de trabajo redactados por el equipo de CLAES D3E en el proceso de análisis y elaboración del nuevo indicador de riesgo país. Más informaciones en: [www.deudaexterna.com](http://www.deudaexterna.com)

Gorfinkiel, D. "Índice de Riesgo País Alternativo. Metodología y cálculo". Documentos de Discusión Global. D3E, Montevideo. Junio, 2004.

Gorfinkiel, D. y Lapitz, R. "Globalización y evaluación del riesgo país". Documentos Discusión Global, D3E, Agosto, 2003.

Gudynas, E. "Una calificación de "riesgo país" alternativa". Tercer Mundo Económico 171: 17-19, 2003

Gudynas, E. y Gorfinkiel, D. "Economía política del riesgo país alternativo". Documentos de Discusión Global, D3E, Julio, 2004.



# AUTORES

**A. Acosta** es economista, investigador en ILDIS (Ecuador), docente universitario y asesor de organizaciones ciudadanas ecuatorianas. Además es miembro de la Comisión Latinoamericana en Globalización y Ciudadanía. Entre sus libros más recientes se encuentra la coedición de “Libre comercio: mitos y realidades” (Abya-Yala).

**R. Lapitz** es economista y licenciada en marketing. En D3E CLAES es analista de información y es asistente de edición del boletín “Globalización en América Latina”.

**D. Gorfinkel** es investigadora asociada en D3E CLAES y docente en la Facultad de Ciencias Sociales, Universidad de la República (Uruguay).

**E. Gudynas** es investigador en D3E CLAES en temas de desarrollo sostenible; integra la red de estudios en la economía mundial (REDEM). Entre sus libros más recientes se encuentra la coedición de “Libre comercio: mitos y realidades” (Abya-Yala).





# ÍNDICE

|   |     |
|---|-----|
| 1. Introducción, <i>E. Gudynas</i> .....  | 5   |
| 2. El “riesgo país” convencional, un riesgo para el desarrollo, <i>A. Acosta</i> .....            | 9   |
| 3. Conceptos y métodos en la evaluación del riesgo país, <i>D. Gorfinkiel y R. Lapitz</i> .....   | 21  |
| 4. La necesidad de una calificación alternativa del riesgo país, <i>E. Gudynas</i> .....          | 39  |
| 5. Metodología y cálculo del Índice de Riesgo País Alternativo, <i>D. Gorfinkiel</i> .....        | 59  |
| 6. Calificación y evaluación del Riesgo País Alternativo, <i>D. Gorfinkiel y E. Gudynas</i> ..... | 73  |
| 7. Economía política del Riesgo País alternativo, <i>E. Gudynas</i> .....                         | 83  |
| Bibliografía .....  | 99  |
| Documentos de trabajo .....   | 103 |