

# Riesgo Soberano:

## CONCEPTOS E INDICADORES CLAVES

LUCERO RUIZ, CFA\*

La reciente crisis europea ha demostrado que la sostenibilidad de la deuda soberana, lejos de ser un problema específico de países emergentes, se ha convertido en un tema recurrente incluso para los países desarrollados. El objetivo de este artículo es dar un primer vistazo a algunos indicadores que permiten evaluar el riesgo soberano.

\* Especialista Senior en Políticas de Inversión del BCRP.  
lucero.ruiz@bcrp.gob.pe

**MEDICIÓN DE RIESGO SOBERANO**

Los acreedores e inversionistas tienen la necesidad de modelar el riesgo soberano para administrar y reducir su exposición en un determinado país. En el mercado global de capitales, el riesgo soberano suele dominar las consideraciones de riesgo crediticio específico de una empresa. Por ejemplo, si una empresa tiene un perfil crediticio favorable, pero el riesgo soberano es muy alto, el préstamo podría ser muy costoso e incluso podría no ser otorgado. Asimismo, los inversionistas realizan un seguimiento de indicadores de riesgo soberano para identificar tendencias y anomalías que podrían impactar sobre sus estrategias de inversión y niveles de tolerancia a este riesgo.

**RIESGO PAÍS Y RIESGO SOBERANO**

Caouette (1998) define el riesgo país como la posibilidad de retraso, reducción o no pago de intereses y del principal debido a condiciones atribuibles al país de un emisor. Según esta definición, el análisis de riesgo país es una medida amplia que incluye el estudio del riesgo soberano, político, y de transferencia<sup>1</sup>. Así, el riesgo país considera tanto a deudores públicos como privados de un país, mientras que el riesgo soberano hace referencia a deudas o préstamos públicamente garantizados por el gobierno o por un agente del gobierno.

Por su parte, Díaz (2008) indica que el riesgo soberano es la posibilidad de que un Estado, amparado en la imposibilidad de ser demandado judicialmente, decida incumplir o suspender el servicio de su deuda. Existen también otros autores que como Ciarrapico (1992), utilizan los

términos de riesgo país y riesgo soberano como equivalentes.

**ANÁLISIS DE RIESGO SOBERANO**

Aunque no existe consenso sobre los componentes específicos del análisis de riesgo soberano, se han desarrollado diversas metodologías que identifican factores de riesgo tanto de carácter cuantitativo como cualitativo. Por ejemplo, la agencia evaluadora de riesgo Standard & Poor's clasifica la solvencia de un país en función de su voluntad y capacidad de pago. En este enfoque, la capacidad de pago se mide principalmente sobre la base de indicadores económicos, mientras que la voluntad de pago se mide en función del riesgo político de un país.

Los sistemas de riesgo de las agencias calificadoras son muy útiles en el análisis de riesgo soberano debido a que permiten realizar comparaciones de los riesgos relativos de varios países y de sus respectivas emisiones sobre la base de factores de riesgo.

Por ejemplo, la metodología de clasificación de riesgo de bonos soberanos de Moody's (2012), contempla cuatro factores: (i) fortaleza económica, (ii) fortaleza institucional, (iii) fortaleza fiscal, y (iv) susceptibilidad a un evento de riesgo. Estos factores a su vez se dividen en sub-factores que representan un impacto específico sobre distintos indicadores, para los cuales se ha determinado una ponderación específica. El cuadro 1 resume los principales indicadores que se consideran en esta metodología.

**CALIFICATIVOS DE LARGO PLAZO**

En general, se utiliza el calificativo soberano de largo plazo para establecer un techo o máxima calidad

**CUADRO 1** Factores de riesgo de emisiones soberanas

Factor	Impacto	Nº	Indicador
Fortaleza Económica	Dinámica de crecimiento	1	Tasa de crecimiento promedio del PBI real
		2	Volatilidad del crecimiento del PBI real
	Escala de la economía Riqueza	3	PBI nominal ( USD )
		4	PBI per cápita ( PPP, USD )
Fortaleza Institucional	Efectividad y marco institucional	5	World Bank Government Effectiveness Index
		6	World Bank Control of Corruption Index
	Credibilidad y efectividad Política Monetaria	7	Tasa de inflación
		8	Volatilidad de la tasa de inflación
Fortaleza Fiscal	Carga de la Deuda Pública	9	Deuda del Gobierno/ PBI
	Capacidad de endeudamiento	10	Pago de intereses del Gobierno/ PBI
	Factor de ajuste	11	Deuda del Gobierno denominado en ME/ Deuda del Gobierno
Susceptibilidad a un evento de riesgo	Riesgo Político	12	World Bank Voice and Accountability Index
	Liquidez y fondeo del Gobierno	13	Moody's Analytics' Market Implied Ratings
	Tamaño del sistema bancario	14	Total de activos de bancos domésticos/PBI
	Posición neta de inversión internacional	15	Posición de activos y pasivos internacionales menos PBI

FUENTE: MOODY'S

<sup>1</sup> El riesgo político es la relación entre la constitución de un país y los medios que tiene para llevarla a la práctica. El riesgo de transferencia se refiere a los factores de riesgo económico y financiero que se asocian a un país, distinta y separadamente, de aquellas del deudor.

crediticia que puede alcanzar un emisor dentro de su país. En el caso de la evaluación de riesgo soberano, se consideran factores amplios a la estabilidad política, la distribución de riqueza, la integración del país en el sistema económico global.

Si bien las principales agencias evaluadoras de riesgo tienen sus propios sistemas de calificación, es posible establecer equivalencias entre sus calificativos (ver Cuadro 2). Gracias a estos sistemas, las agencias calificadoras facilitan la toma de decisiones de inversión relacionadas a la selección de contrapartes, estimación de riesgos y pérdidas potenciales, asignación de capital, entre otros.

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

Según Moody's (2012), la convergencia entre estos dos calificativos se debería al desarrollo y liberalización de los mercados de capitales internacionales. Con ello, es más probable que problemas en el servicio de deuda denominada en una moneda terminen por afectar la capacidad de pago del gobierno para cumplir sus compromisos en otra moneda<sup>2</sup>. Esta agencia calificadora también sugiere que la deuda soberana relevante es la deuda bruta, la cual incluye el financiamiento directo del banco central y todos los gobiernos locales. En el caso de sistemas federales con una división de responsabilidades fiscales, la deuda del banco central no debe ser considerada como parte de la deuda soberana.

## INDICADORES DE RIESGO

Cabe resaltar que, si bien es indispensable considerar la opinión de las agencias evaluadoras de riesgo, la transición de calidad crediticia puede ocurrir rápidamente, por lo que los inversionistas pueden tomar mejores decisiones de inversión si hacen un monitoreo continuo de los principales indicadores de riesgo y de mercado (ver Cuadro 3). En este artículo, se explica en mayor detalle la racionalidad para el seguimiento del indicador deuda/PBI, la distribución por plazo de la deuda y los *CDS spreads*.

## INDICADOR DEUDA/PBI

Como medida de capacidad fiscal, esta métrica hace referencia a la capacidad de pago de un país. Un mayor endeudamiento relativo al PBI implica mayores costos para servir la deuda, lo cual sugiere que una parte significativa de sus ingresos serán destinados al pago de la deuda.

Este indicador también brinda señales sobre la

**CUADRO 2** ■ Equivalencias entre calificativos de largo plazo

	Fitch	S&P	Moody's
	Calificativo		
Grado de Inversión	AAA	AAA	Aaa
	AA+	AA+	Aa1
	AA	AA	Aa2
	AA-	AA-	Aa3
	A+	A+	A1
	A	A	A2
	A-	A-	A3
	BBB+	BBB+	Baa1
	BBB	BBB	Baa2
BBB-	BBB-	Baa3	
Grado Especulativo	BB+	BB+	Ba1
	BB	BB	Ba2
	BB-	BB-	Ba3
	B+	B+	B1
	B	B	B2
	B-	B-	B3
	CCC+	CCC+	Caa1
		CCC	Caa2
		CCC-	Caa3
	CC	CC	Ca
	C	C	C
RD	D		
D			

dinámica del crecimiento y evalúa la resistencia de una economía: bajos niveles de crecimiento auguran dificultades para el pago oportuno de la deuda lo cual podría devenir en una carga de endeudamiento insostenible. Por otro lado, se espera que los países que experimentan un crecimiento fuerte y sostenido puedan manejar un endeudamiento relativamente grande y eventualmente, revertir un crecimiento del ratio deuda/PBI causado por shocks o crisis sistémicas bancarias.

Históricamente, se ha observado que el incumplimiento en el pago de deuda soberana viene acompañado por altos niveles de endeudamiento, i.e. altos ratios de deuda/PBI. Los incumplimientos de Pakistán en 1998, Jamaica en 2010, y más recientemente, de Grecia en 2012, son claros ejemplos de desbalances fiscales y externos que conducen eventualmente a un mayor endeudamiento y a una mayor susceptibilidad a shocks.

Según S&P (2011), en la reciente crisis europea, se observó que en términos de deuda/PBI, Grecia, Irlanda, e Italia tenían indicadores superiores a 117% y Bélgica, ligeramente por debajo del 100%. Sin embargo, cabe resaltar que un alto nivel del ratio deuda/PBI no es una condición necesaria

<sup>2</sup> La brecha entre los calificativos en ML y ME se mantiene vigente sólo en dos casos: (i) existe una limitada movilidad de capitales, (ii) un gobierno que afronte restricciones en su liquidez externa, o muestre una diferencia material y observable entre la capacidad y voluntad para repagar a sus acreedores en ML frente a ME, en casos excepcionales.

ni suficiente para declarar el incumplimiento soberano.

**DISTRIBUCIÓN POR PLAZO DE LA DEUDA**

El plazo del vencimiento de la deuda importa ya que mientras más pronto vence la deuda, el gobierno tendrá menor tiempo para decidir cómo reestructurar su deuda, reforzar su economía o implementar cortes en los gastos de gobierno.

Por el contrario, mientras mayor sea el plazo de la deuda, se espera que un gobierno tenga más tiempo para establecer medidas que reduzcan su costo de endeudamiento. Por ende, una estructura de deuda favorable permite reducir la probabilidad de que una crisis de liquidez se convierta en una crisis de solvencia.

Según BlackRock (2013), para analizar la distribución por plazo de la deuda, se recomienda evaluar el total de deuda por vencer en los próximos dos años como proporción del PBI. De manera alternativa, se puede establecer el ratio de la deuda de corto plazo (deuda con vencimiento igual o menor a doce meses) como porcentaje del PBI.

**CDS SPREADS**

Los *credit default swaps* (CDS) son instrumentos

derivados que permiten a un inversionista recibir un pago compensatorio en el caso de incumplimiento de un emisor<sup>3</sup>. A cambio, el inversionista paga una prima de cobertura cuyo costo está expresado por el *CDS spread*. Por ejemplo, si el *CDS spread* de la deuda soberana de Brasil a cinco años alcanza los 108 pb, la cobertura de incumplimiento por un monto de US\$ 1 millón costaría US\$ 10 800 por año, pagaderos en primas trimestrales de US\$ 2 700<sup>4</sup>.

Según Fitch (2010), los *CDS spreads* son indicadores de mercado considerados como herramientas útiles para el análisis de riesgo. Debido a que los *CDS spreads* son valorizados frecuentemente, reflejan la visión del mercado de crédito, por lo que son valiosos para la estimación de exposiciones de riesgo, la administración activa de portafolios, y la evaluación de las condiciones de fondeo.

El *CDS spread* refleja el costo de comprar protección en el caso de incumplimiento de un emisor. En general, se espera que emisores percibidos como más riesgosos tengan mayores *CDS spreads* debido a que se les atribuye una mayor probabilidad de incumplimiento y/o una menor tasa de rescate en caso de incumplimiento. Por ejemplo, en diciembre de 2012, el *CDS spread* a cinco años de Venezuela alcanzó los 647 pb y el de Perú, los 97 pb; lo anterior indicaría que la deuda soberana venezolana es percibida como

**CUADRO 3** ■ Indicadores de Riesgo Soberano - Región LATAM

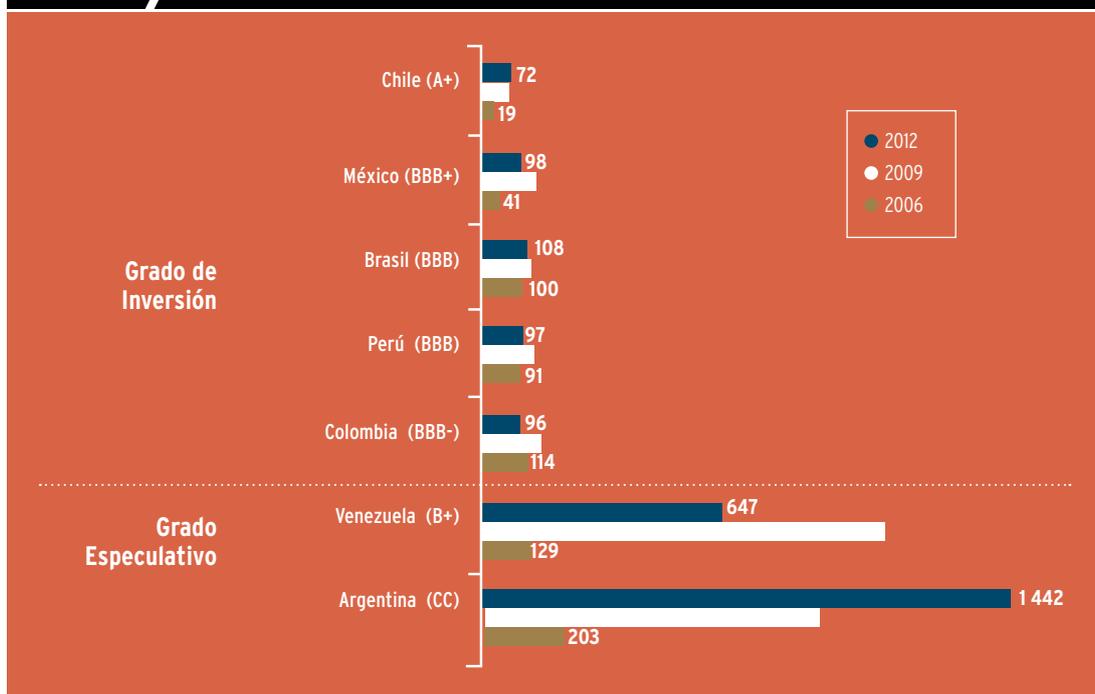
	Indicativo	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú	Venezuela	
<b>Riesgo Financiero</b>									
Riesgo de Crédito									
5Y CDS ( pb)	a Junio 2013	Menor es mejor	3 583	166	94	131	127	134	1 054
	a Diciembre 2012		1 442	108	72	96	98	97	647
	Cambio en periodo		149%	53%	30%	37%	29%	38%	63%
<b>Riesgo Económico</b>									
Capacidad de pago									
PBI YOY%		Mayor es mejor	3,00	1,92	4,10	3,08	0,80	4,80	-2,70
Deuda externa de corto plazo (%PBI)		Menor es mejor	4,07	4,30	4,06	3,19	8,54	0,45	2,04
Deuda externa de largo plazo (%PBI)		Menor es mejor	32,31	15,18	22,46	22,21	28,43	11,53	22,38
<b>Presiones Inflacionarias</b>									
IPC actual		Menor es mejor	10,03	5,41	3,02	3,17	4,11	3,66	21,28
<b>Desempleo</b>									
Tasa de desempleo		Menor es mejor	7,90	5,80	6,40	10,73	5,04	5,70	7,90
<b>Endeudamiento</b>									
Deuda ( % PBI)		Menor es mejor	41,6%	54,9%	10,1%	40,2%	35,4%	18,3%	49,0%
<b>Calificativos largo plazo (ME)</b>									
S&P		Mayor es mejor	B-u	BBB	AA-	BBB	BBB	BBB	B
Moody's		Mayor es mejor	B3	Baa2	Aa3	Baa3	Baa1	Baa2	B2
Fitch		Mayor es mejor	CC	BBB	A+	BBB-	BBB+	BBB	B+

FUENTE: BLOOMBERG (DATA AL 19.06.2013).

<sup>3</sup> En el caso de bonos soberanos, se considera como eventos de incumplimiento el repudio (el gobierno emisor no desea realizar los pagos), moratorias y aceleraciones (adelantos en los pagos o rescate).

<sup>4</sup> La prima asociada a un *CDS spread* se calcula en base a la convención de contabilizar los días calendario en función de un año de 360 días (ACT/360). En cambio, los spreads o márgenes de rendimiento de bonos consideran la convención de contabilizar 30 días por mes y 360 días por año (30/360). Un punto básico (pb) es la centésima parte de un punto porcentual, es decir, 1 pb =0,01%.

**GRÁFICO 1** ■ CDS soberanos de 5 años (pb) y calificativo según Fitch Ratings



FUENTE: BLOOMBERG (DATA AL CIERRE DE AÑO)

más riesgosa y, por ende, su costo de protección es mayor que el de la deuda peruana (ver Gráfico 1).

Sin embargo, es importante indicar que el precio de los CDS puede estar influenciado por otros factores diferentes a la solvencia de un emisor como el apalancamiento inherente a la negociación de CDS, condiciones de liquidez, riesgo de contraparte, y la aversión al riesgo de los participantes del mercado<sup>5</sup>.

Fitch (2010) también sugiere que los CDS *spreads* tienen ciertas limitaciones causadas por su inherente volatilidad y la incidencia de falsos incrementos durante periodos de *stress*, lo cual impone costos significativos en los participantes de mercado quienes confían en ellos como indicadores de riesgo de incumplimiento.

## CONCLUSIÓN

En el pasado, la teoría macroeconómica había sido el único eje para evaluar el riesgo de crédito soberano, por lo que principalmente se analizaban cambios en los indicadores macroeconómicos. Sin embargo, uno de los principales desafíos para el análisis de riesgo soberano mediante este método es la homogeneidad, disponibilidad y oportuna información. Las principales agencias evaluadoras de riesgo consideran también otros aspectos que reflejan el grado de efectividad institucional, fortaleza fiscal y eventos de riesgo específicos a un país.

Cabe resaltar que los riesgos que se asumen en los países emergentes y en los países desarrollados son distintos. En el caso de los países emergentes, los riesgos más significativos están asociados a la movilidad de capitales, la volatilidad del tipo de cambio, el riesgo político, entre otros<sup>6</sup>. Por esta razón, resulta complejo definir categóricamente la bondad de un determinado enfoque, siendo recomendable considerar tanto aspectos cuantitativos como cualitativos.

En la actualidad, también se utilizan otros modelos de análisis como el de Merton, el cual permite transformar un balance contable soberano en un balance económico que represente mejor el verdadero riesgo de crédito soberano.

## REFERENCIAS

- BlackRock, 2013, "BSRI Quarterly Update: Maturities matter". BlackRock Investment Institute.
- Caouette, J., E. Altman y P. Narayanan, 1998, "Managing Credit Risk: The Next Great Financial Challenge". Wiley Finance.
- Ciarrapico, Anna Micaela, 1992, "Country Risk: A Theoretical Framework of Analysis". Dartmouth.
- Díaz Tagle, S., A. Gallego Checa y N. Pallicera Sala, 2008, "Riesgo país en mercados emergentes". Universitat Pompeu Fabra.
- Fitch Ratings, 2010, "CDS Spreads and Default Risk"
- Moody's, 2012, "Proposed Refinements to the Sovereign Bond Rating Methodology"
- Standard & Poor's, 2011, "What can the CDS Market and Risk Indicators Tell us about the Current Eurozone Crisis?"

<sup>5</sup> Según Fitch (2010), el precio de los CDS refleja más que una evaluación de riesgo de incumplimiento. Específicamente, los CDS reflejan también expectativas de mercado sobre monedas, efectos estacionales de mercado, e influencias técnicas de corto plazo tal como un incremento en la actividad de cobertura que coincide con un mayor refinanciamiento de deuda.

<sup>6</sup> Según Díaz (2008), en el caso de los países desarrollados, los principales riesgos se refieren a temas políticos, operacionales, o al cumplimiento normativo.