



UNIVERSIDAD DE LA RIOJA

TRABAJO FIN DE GRADO

Título
Las agencias de calificación crediticia y el riesgo soberano
Autor/es
Eduardo Bartolomé Bañuelos
Director/es
Juan Carlos Ayala Calvo
Facultad
Facultad de Ciencias Empresariales
Titulación
Grado en Administración y Dirección de Empresas
Departamento
Curso Académico
2015-2016



Las agencias de calificación crediticia y el riesgo soberano, trabajo fin de grado de Eduardo Bartolomé Bañuelos, dirigido por Juan Carlos Ayala Calvo (publicado por la Universidad de La Rioja), se difunde bajo una Licencia Creative Commons Reconocimiento-NoComercial-SinObraDerivada 3.0 Unported. Permisos que vayan más allá de lo cubierto por esta licencia pueden solicitarse a los titulares del copyright.

© El autor
© Universidad de La Rioja, Servicio de Publicaciones,
publicaciones.unirioja.es
E-mail: publicaciones@unirioja.es



**UNIVERSIDAD
DE LA RIOJA**

TRABAJO FIN DE GRADO

Grado en Administración y Dirección de Empresas

***Las agencias de calificación crediticias y el riesgo
soberano.***

Autor

Eduardo Bartolomé Bañuelos

Tutor

Juan Carlos Ayala Calvo

Facultad de Ciencias Empresariales

Logroño, Mayo de 2016

ÍNDICE

1. RESUMEN	2
2. INTRODUCCIÓN	3
3. RIESGO SOBERANO	3
a. ¿Qué es?	3
b. Factores que lo determinan	4
i) Factores socio-políticos	4
ii) Factores económicos	5
4. AGENCIAS DE CALIFICACIÓN	6
a. ¿Qué son?	6
b. Utilidad	7
5. METODOLOGÍA DE CALIFICACIÓN SOBERANA	8
a. Standard & Poor's	8
b. Fitch	10
c. Moody's	11
6. AGENTES UTILIZADOS	15
a. Standard & Poor's	15
b. Fitch	16
c. Moody's	16
d. Comparación y valoración	17
7. ANÁLISIS Y COMPARACIÓN DE LOS FACTORES UTILIZADOS EN EL PROCESO DE CALIFICACIÓN SOBERANA	19
a. Tabla comparativa de factores por agencias	19
b. Análisis de los factores	23
i) Factores económicos	23
- PIB per cápita	
- Balance por cuenta corriente	
- Estatus de la moneda a nivel internacional	
- Crecimiento y volatilidad del PIB real	
- Inflación y su volatilidad	
- Diversificación y volatilidad económicas	
ii) Factores institucionales	28
- Standard & Poor's	
- Fitch	
- Moody's	
iii) Factores fiscales	33
- Standard & Poor's	
- Fitch	
- Moody's	
iv) Factores del endeudamiento	36
- Endeudamiento externo neto y bruto	
- Endeudamiento en moneda extranjera	
- Necesidad de financiación	
- Estrés del mercado de financiación	
- Activos financieros públicos	
- Relaciones de la deuda pública y su coste respecto al PIB	
- Interés externo	
- Pasivos contingentes	
8. CONCLUSIONES	43
9. BIBLIOGRAFÍA	45

1. RESUMEN

Castellano.

El riesgo soberano se encuentra entre los indicadores más importantes de los mercados financieros internacionales, siendo relevante para multitud de agentes. Las agencias de calificación crediticia son los organismos independientes encargados del estudio y determinación de este riesgo.

Su tarea no es sencilla, y las agencias Standard & Poor's, Fitch y Moody's deben hacer uso de multitud de factores y aplicar criterios diferentes en sus metodologías para conseguir obtener una evaluación precisa e imparcial. La posibilidad de presentar de una manera clara y ordenada el proceso necesario para conseguir las calificaciones crediticias, nos permite disponer de abundante información y facilitar la extracción de conclusiones. La agrupación de los factores empleados, la disposición a facilitar comparaciones entre las agencias, sumados a aportaciones propias, resulta en una estructura que permite una fácil comprensión y asimilación de lo expuesto. El objetivo es aportar mayor información respecto a la evaluación del riesgo soberano, intentando conseguir suficiente claridad sin renunciar a la precisión.

English.

Sovereign risk is among the most important indicators of the financial markets, being relevant to multitude of agents. Credit rating agencies are independent organisms responsible for the study and determination of that risk.

Their task is not simple, and the agencies Standard & Poor's, Fitch and Moody's should make use of a multitude of factors and apply different criteria in their methodologies to achieve accurate and impartial evaluation. The possibility to present in a clear and orderly manner the process required to get credit ratings, allow us to have plenty of information and facilitate the extraction of conclusions. The grouping of employed factors, the willingness to facilitate comparisons between agencies, joined by personal contributions, results in an structure that allows an easy understanding and assimilation of the above. The objective is to provide further information regarding the evaluation of sovereign risk, trying to get enough clarity without sacrificing accuracy in the process.

2. INTRODUCCIÓN

En las agencias de calificación recae la determinante tarea de evaluar el riesgo soberano, la sostenibilidad de su endeudamiento y el desempeño de los múltiples actores de la economía nacional. Una tarea no exenta de dificultades y de complicadas decisiones.

En el presente trabajo realizaremos un recorrido por las tres principales agencias de calificación del mundo (Standard & Poor's, Fitch y Moody's) que nos permitirá conocer su forma de operar, sus métodos de recopilar información y la multitud de factores utilizados en el desempeño de su labor, vistos de una manera clara, amena y fácil de leer. La utilización de información obtenida directamente por las agencias, sumada a elaboraciones propias, con el objetivo de mejorar las estructuras de presentación y las explicaciones, consiguen unos resultados satisfactorios tanto para la persona que desee saber más sobre la labor de las agencias en términos generales, como para aquel que busque profundizar en los detalles.

El propósito principal de este trabajo es aportar mayor entendimiento y solucionar diversas dudas que en los últimos años han surgido sobre las agencias o sobre el proceso de evaluación del riesgo soberano. En nuestra opinión, este trabajo puede resultar de utilidad para diversos colectivos. Por una parte, puede ser útil para quienes desean conocer más en profundidad cómo trabajan las agencias de calificación del riesgo soberano. Pero además puede ser importante para los inversores, quienes necesitan conocer en profundidad los datos en los que se basa la calificación del país en el que desean invertir.

3. RIESGO SOBERANO

¿Qué es?

El Riesgo soberano es uno de los riesgos encuadrados en la denominación más general de Riesgo País. El medidor de riesgo país, según Díaz (2008), mide la posibilidad que existe de que un deudor extranjero, por motivos económicos o políticos, se vea incapaz de cumplir con las obligaciones financieras que hubiera contraído. Dentro de este riesgo se deben hacer cuatro distinciones:

- Riesgo político
- Riesgo soberano
- Riesgo de transferencia o de liquidez
- Riesgo macroeconómico

El Riesgo soberano es aquel que surge cuando se opera directamente con el gobierno y las administraciones públicas de un país y se definiría como la posibilidad de que el Estado, el cual no puede ser demandado judicialmente, decida incumplir sus obligaciones financieras parcial o totalmente.

La calificación del Riesgo Soberano marca el techo de calificación de todas las empresas de ese país. Una empresa puede tener una calificación crediticia diferente a la del país en que se encuentra, pero nunca será mejor.

Por todo ello, se trata de un indicador clave para la economía de un país, siendo importante tanto para el sector público (por afectarle directamente) como privado (por marcar el techo de su propia calificación crediticia). La mejora de la calificación de riesgo soberano puede suponer un respiro o impulso para la economía de un país, constatando esa mejoría económica, mientras que un empeoramiento es motivo de preocupación y ruedas de prensa oficiales buscando aportar una apreciación diferente o una nota positiva a la mala noticia.

En los estados modernos en los que el endeudamiento público se ha convertido en una debilidad estructural difícilmente reversible para el mantenimiento de servicios públicos y estado de bienestar, la valoración del Riesgo Soberano y, por tanto, de la seguridad, credibilidad y solvencia de su endeudamiento y su economía tanto a largo como a corto plazo, ha alcanzado un puesto de máxima importancia en cualquiera de ellos.

Factores que lo determinan

La economía de un país es compleja, llena de ramificaciones y particularidades. Con el riesgo soberano sucede lo mismo; es complicado hablar de él, comprender qué le afecta y en qué medida. Los elementos, actuaciones, sucesos o características que pueden afectarlo son multitud, de modo que hablar de ellos manera aleatoria o sin orden preestablecido sólo conseguiría presentar una lectura caótica y, seguramente, olvidarnos de alguno. Por ello, dado que los principales elementos que afectan al riesgo soberano son aspectos políticos, sociales o económicos, la mejor solución es presentar una agrupación de factores en dos categorías principales: factores socio-políticos y factores económicos.

Factores Socio-Políticos

Los factores políticos y sociales quedan agrupados debido a la dificultad en muchas ocasiones de diferenciar actuaciones meramente políticas de acontecimientos sociales. Las interconexiones entre estos dos aspectos de un país hacen tremendamente complicado diferenciarlos.

Se presentan varias actuaciones o características del país que van a afectar al riesgo soberano, junto a otras actuaciones que pueden producirse en determinados períodos concretos.

Los factores sociopolíticos más relevantes son:

- Las etnias o religiones que puedan existir dentro de un país, pudiendo ser elementos que presenten un reto a la estabilidad o incluso una amenaza.
Si bien en un buen número de países la convivencia religiosa y étnica es adecuada y no supone un aumento de la inestabilidad o aumento de peligrosidad para ese país, siguen existiendo lugares donde esto no es así y las tensiones por esta convivencia son un foco de problemas continuo.
- Las condiciones sociales, pudiendo englobar diversos aspectos que marcan el presente y determinan el futuro de un país: tasa de desempleo, pirámide poblacional, distribución demográfica o los niveles de distribución de la riqueza.

- La existencia de elementos inestables, como presencia de nacionalismos extremos, fundamentalismo religioso o problemas xenófobos. Aspectos que, actualmente, afectan a la estabilidad y pueden ocasionar episodios violentos, a diferencia de los presentados anteriormente que podrían ser amenazas a la estabilidad.
- La situación política, el nivel de dispersión del poder entre varios partidos o la existencia de poderosos grupos de presión, elementos que dificultan la estabilidad.
- El nivel de corrupción pública y privada. Los casos aislados siempre serán eso, pero en aquellos países donde la corrupción se haya convertido en un problema endémico la estabilidad sociopolítica corre peligro y el riesgo soberano se va a ver influenciado por estas conductas.
- Riesgos geopolíticos, como puedan ser las tensiones con países vecinos.
- Los niveles de represión interior por parte del gobierno: encarcelamientos políticos, censura de prensa, inexistencia de elecciones. El estado de derecho de un país, o su inexistencia, afectan a la estabilidad.

Además de estos factores que pueden desencadenar inestabilidad, o estar provocándola actualmente como los casos de fanatismo religioso o nacionalismo extremista, existen otras circunstancias que ocurren cuando el país se encuentra en momentos de inestabilidad y que, lejos de revertir la situación, pueden agravarla o perpetuarla:

- Conflictos sociales: huelgas, manifestaciones...
- Acción de grupos armados terroristas o guerrilleros.
- Inestabilidad debido a cambios institucionales, cambios de régimen...
- Fuga de capitales, cuando su detonante son factores sociopolíticos.

Podemos ver que todos estos factores siguen la máxima de que cuánto mayores sean, peor será la estabilidad, la convivencia, la ética política y, por tanto, pero valoración recibirá la calificación crediticia del país (también afectará a la calificación de entes privados) y su riesgo soberano.

Factores Económicos

La capacidad futura de un país de hacer frente a sus pagos dependerá en gran medida de su situación económica actual. También de los cambios futuros tanto externos como internos, elementos difíciles de predecir, y de la flexibilidad y eficiencia de su estructura económica para responder a esos cambios.

Debido a la dificultad de predicción de las variaciones futuras en la economía mundial y nacional, el análisis del riesgo soberano debe incluir aquellos factores que nos ayuden a comprender la situación actual del país, el nivel y la forma de adaptación de ese país ante los cambios económicos y cómo estos factores afectarán a su capacidad de pago.

Dentro de estos factores económicos, dada su amplitud debido a los múltiples elementos que los influyen y varían, podemos realizar varias subdivisiones que ayuden a estructurarlos mejor y agruparlos según distintas ramas y componentes comunes:

- Factores estructurales
- Factores de política monetaria
- Factores de deuda externa

Podemos detallar que los factores estructurales abordan características de la economía nacional, como son el PIB, el PIB per cápita o los valores de inversión ligado a elementos como la balanza de pagos analizando exportaciones e importaciones junto a la volatilidad y concentración de estas.

Respecto a los factores o instrumentos de política monetaria adquieren importancia las políticas fiscales, monetarias y cambiarias.

Y los factores de deuda externa analizan las relaciones del nivel de endeudamiento y el PIB de un país y los pagos por intereses que genera ese endeudamiento.

4. AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA

¿Qué son?

Las Agencias de calificación, o de rating, tienen por objeto evaluar determinados productos financieros sean estos de empresas, estados, administraciones públicas o gobiernos regionales. Utilizan diversos modelos y factores, que se verán con detalle en este trabajo, para obtener una valoración objetiva e imparcial del producto financiero, informando de los riesgos de invertir u operar con él.

Aunque, de acuerdo con Blázquez (2011), hay 74 empresas de calificación crediticia en el mundo sólo 3 de ellas (denominadas Big Three) controlan la inmensa mayoría del mercado por lo que el funcionamiento de estas agencias podría calificarse de oligopolio.

- Moodys Investor Service
- Standard and Poors Corporation
- Fitch IBCA

Los clientes de estas agencias de calificación son los propios países emisores de deuda y las grandes empresas e inversores. Sus ingresos provienen de las suscripciones a sus boletines, noticias y estudios así como los ingresos por derechos de calificación que abonan las entidades emisoras que son evaluadas. Este último modo de obtener ingresos es bastante controvertido y ha sido un pilar de las críticas a estas agencias. ¿Cómo se entiende que el mismo organismo, empresa o institución a la que se está evaluando sea a su vez un principal aportador de ingresos del evaluador? Las posibilidades de falta de imparcialidad y honestidad a la hora de valorar sus activos y pasivos para no perder ingresos son palpables.

Estas empresas de calificación crediticia, sobretudo el Big Three por ser quienes dominan el mercado, se han visto envueltas en escándalos y acusaciones de falta de ética. Su papel se ha visto cuestionado alzándose voces pidiendo su eliminación a raíz de los acontecimientos de la crisis financiera del 2008 que ninguna de estas agencias supo o quiso prever e informar de ello. Este trabajo se centrará en aspectos económicos y en el análisis de los factores objetivos y

subjetivos utilizados por estas empresas en su metodología, sin internarse en aspectos éticos o morales, por lo que estos temas que estuvieron tan en boga y que, en diversos sectores o momentos concretos vuelven a salir a debate, no serán abordados aquí. Debe quedar en manos de los profesionales de derecho y de las autoridades públicas competentes evaluar el papel de estas agencias y promover los cambios necesarios en el sector para asegurar la credibilidad de estos organismos, medidas que ellos mismos han ido impulsando desde el 2008.

Utilidad

Las agencias de calificación crediticia surgieron para satisfacer una necesidad de los mercados financieros: disponer de información imparcial evaluadora de los distintos organismos, empresas y emisiones de los mercados financieros. De esta forma podían prestar ayuda para mejorar la eficiencia e incentivar la entrada de inversión extranjera y, por tanto, mejorar la integración de los mercados internacionales. Esta información es útil para todos los implicados en las transacciones y por ello los clientes de las agencias proceden tanto de los inversores, como de los emisores, como de los intermediarios financieros.

Respecto al inversor, Pinkes (1997) detalla las siguientes utilidades:

- Reducir el grado de incertidumbre: La información detallada e imparcial mejora la confianza del inversor.
- Posibilidad de ampliar horizontes: La opinión crediticia existe para una amplia gama de valores y emisiones de todo el mundo, permitiendo al inversor analizar oportunidades de inversión de cualquier parte del mundo y de cualquier tipo de producto.
- Establecer los límites en el riesgo asumido: Esta información permite crear carteras con un determinado nivel de riesgo.
- Establecer la rentabilidad esperada mínima: Las calificaciones pueden combinarse con otros factores para demandar una rentabilidad mínima.

Como hemos dicho, también los emisores obtienen beneficios de estas calificaciones:

- Obtener una financiación flexible: Los emisores pueden entrar en los mercados de capitales con más regularidad y con productos de muy diferentes plazos de vencimiento gracias a la credibilidad conseguida con la calificación de una agencia creíble, imparcial y prestigiosa.
- Incrementa el acceso a los mercados de capitales: Facilita a empresas más pequeñas acceder a los mercados aunque no sean muy conocidas.

Por último, los intermediarios financieros también satisfacen distintas necesidades gracias a las calificaciones:

- Se reduce la necesidad de convencer al inversionista: La existencia de información veraz e imparcial de los distintos valores ayuda a vender los distintos productos.
- Minimiza la responsabilidad del intermediario: Existe información detallada de un tercero (la agencia) sobre cada título, no solamente la información del intermediario.

5. METODOLOGÍA DE CALIFICACIÓN SOBERANA

Cada Agencia de Calificación Crediticia tiene su propia metodología de valoración y evaluación del Riesgo Soberano. A continuación se presentan los distintos métodos de evaluación y el proceso que siguen.

Standard & Poor's

La metodología de evaluación soberana aborda los factores que afectan a la disposición de un gobierno y a la capacidad para pagar su deuda en tiempo y cantidad. El análisis se enfoca en el desempeño soberano de ciclos económicos y políticos pasados así como en factores que indiquen una mayor o menor flexibilidad de la política económica en futuros ciclos.

Los cinco factores clave que forman la evaluación del riesgo soberano son:

- Evaluación institucional: Efectividad gubernamental e institucional y riesgo potencial para la seguridad estatal
- Evaluación económica: Estructura económica y perspectivas de crecimiento
- Evaluación externa: Liquidez externa y posición inversora internacional
- Evaluación fiscal: Flexibilidad y desempeño fiscal así como nivel de endeudamiento
- Evaluación monetaria: Flexibilidad monetaria

El primer paso es asignar una calificación a cada uno de los factores principales entre 1 (valor más fuerte) a 6 (valor más débil). Cada valoración está justificada por una serie de factores cuantitativos y consideraciones cualitativas. El criterio combina las distintas evaluaciones resultando dos perfiles:

- Perfil institucional y económico
- Perfil de flexibilidad y desempeño

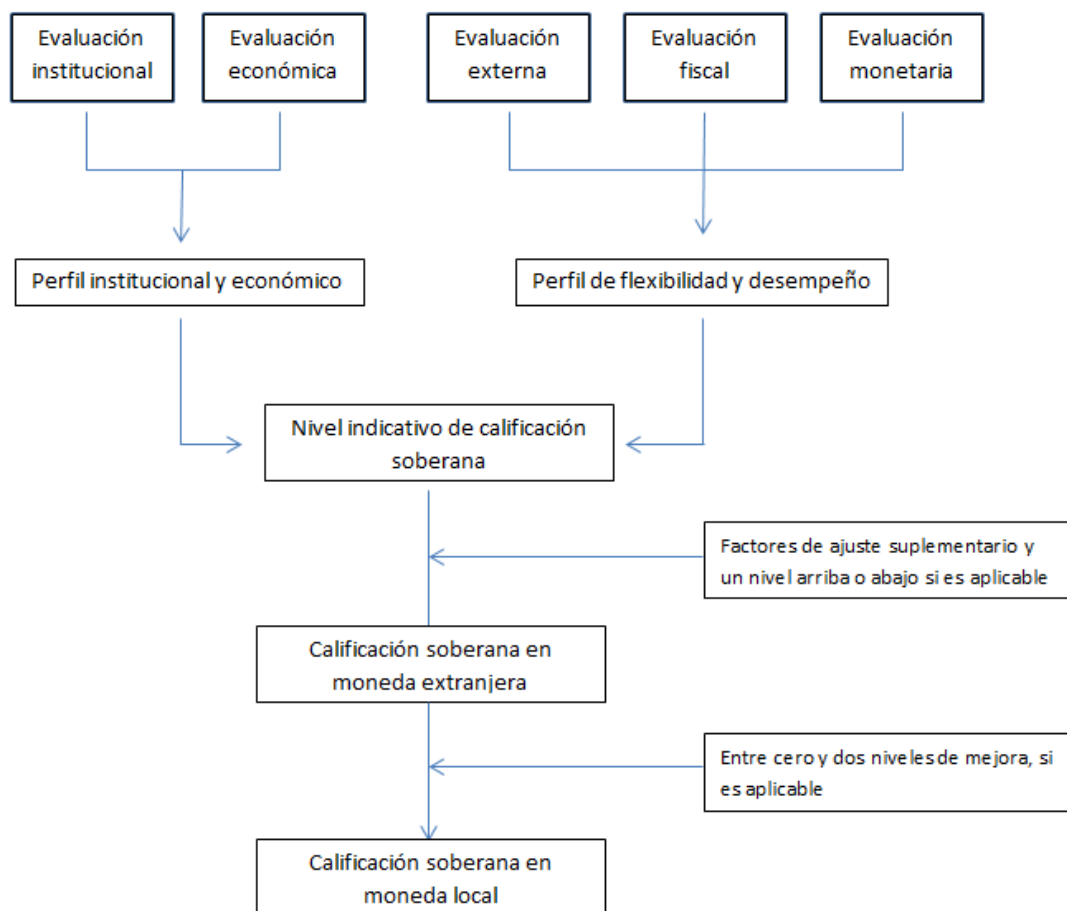
La combinación de ambos perfiles, junto con la aplicación de factores suplementarios de ajuste y la modificación de la calificación en un nivel arriba o abajo debido a otras consideraciones que pueden ser aplicables, da lugar a en la calificación soberana en moneda extranjera.

Para hallar la calificación en moneda local se aplica una modificación a la calificación en moneda extranjera de hasta 2 escalones, y siempre de mejora, cuando sea aplicable. El hecho de que la calificación en moneda local pudiera ser superior se explica porque la solvencia en moneda local podría estar potenciada por los distintos poderes que los estados pueden tener en sus propias fronteras, como la habilidad de emitir deuda en su propia moneda y controlar y regular el mercado financiero doméstico.

Cuando un estado pertenece a una unión monetaria y, por tanto, cede la política monetaria a un banco central común o cuando usa la moneda de otro estado, la calificación en moneda local es la misma que en moneda extranjera. No se aplican niveles de mejora en ese último paso.

El esquema (Figura 1.) es una representación del proceso y las interacciones seguidas en la metodología de Standard & Poor's para su calificación soberana.

Figura 1. Proceso metodológico de la agencia Standard & Poor's



Fuente: standard&poor's (2015)

A continuación se presenta el cuadro resultante de la combinación del perfil Institucional y económico con el perfil de Flexibilidad y desempeño. Los resultados (Tabla 1.), como se aprecia en el esquema (Figura 1.), se continúan desarrollando con los factores de ajuste suplementarios y los niveles de mejora finales en los casos en que son aplicables.

Tabla 1. Niveles de evaluación fruto de la combinación de los perfiles económico-institucional con flexibilidad y rendimiento

		Perfil económico e institucional											
		categoria	Superior	Extremadamente fuerte	Muy fuerte	Fuerte	Moderadamente fuerte	Intermedio	Moderadamente débil	Débil	Muy débil	Extremadamente débil	Pobre
			1	1.5	2	2.5	3	3.5	4	4.5	5	5.5	6
Perfil de flexibilidad y rendimiento	Categoría		1	1.5	2	2.5	3	3.5	4	4.5	5	5.5	6
	Extremadamente fuerte	1 a 1.7	aaa	aaa	aaa	aa+	aa	a+	a	a-	bbb+	N/A	N/A
	Muy fuerte	1.8 a 2.2	aaa	aaa	aa+	aa	aa-	a	a-	bbb+	bbb	bb+	bb-
	Fuerte	2.3 a 2.7	aaa	aa+	aa	aa-	a	a-	bbb+	bbb	bb+	bb	b+
	Moderadamente fuerte	2.8 a 3.2	aa+	aa	aa-	a+	a-	bbb	bbb-	bb+	bb	bb-	b+
	Intermedio	3.3 a 3.7	aa	aa-	a+	a	bbb+	bbb-	bb+	bb	bb-	b+	b
	Moderadamente débil	3.8 a 4.2	aa-	a+	a	bbb+	bbb	bb+	bb	bb-	b+	b	b
	Débil	4.3 a 4.7	a	a-	bbb+	bbb	bb+	bb	bb-	b+	b	b-	b-
	Muy débil	4.8 a 5.2	N/A	bbb	bb-	bb+	bb	bb-	b+	b	b	b-	b-
	Extremadamente débil	5.3 a 6	N/A	bb+	bb	bb-	b+	b	b	b-	b-	b-e inferior	b-e inferior

La asignación de calificaciones CCC+, CCC, CCC- y CC está sujeta a los criterios especiales para asignar estas calificaciones. Fuente: Standard&Poor's (2015)

Fitch

La agencia Fitch enfoca su análisis del riesgo soberano como una síntesis de factores cuantitativos y valoraciones cualitativas que capturen tanto la disposición como la capacidad de los estados para cumplir con sus obligaciones financieras. Se tiene muy en cuenta que, junto al desempeño de la economía de la nación y global en su conjunto, la actividad política de los estados tiene un profundo impacto tanto en la disposición como en la capacidad.

Esta agencia hace uso de cuatro agrupaciones de factores clave que incorporan un amplio rango de componentes que influyen en la calificación:

- Actuación macroeconómica, coherencia política y perspectivas de crecimiento, así como estabilidad económica.
- Características estructurales de la economía que la dejan más o menos expuesta y vulnerable a los shocks económicos, incluyendo riesgos del sector financiero políticos y gubernamentales.
- Cuentas públicas incluyendo balances presupuestarios, la estructura y sostenibilidad de la deuda pública y el balance fiscal.

- Finanzas externas, donde se analizan los flujos de capital con el extranjero, el nivel y estructura de la deuda externa pública y también privada.

El análisis de estos factores se realiza mediante un modelo de regresión múltiple. Para las variables más dinámicas se usan valores promedio de los últimos 3 años junto a la predicción de la agencia para el año en curso, complementando con información actual de balances fiscales.

El peso en la calificación que se otorga a cada una de las agrupaciones de factores se presenta en el Cuadro 1.:

Cuadro 1. Ponderación de los apartados metodológicos de la agencia Fitch

Desempeño macroeconómico, políticas y expectativas	10.3%
Características estructurales	47.4%
Cuentas públicas	25.4%
Finanzas externas	16.9%

No hay ningún criterio subjetivo implicado en los coeficientes. Los valores de cada uno están completamente explicados por el modelo de regresión múltiple utilizado.

Se busca que estos análisis de factores relevantes sean útiles para cualquier tipo de país en el mundo y a través del tiempo. Para ello en el análisis de la situación financiera pública y externa se diferencia entre acontecimientos o tendencias cíclicas y factores estructurales. Esto ayuda a dar consistencia a la aproximación de Fitch a la evaluación soberana como una calificación realizada durante todo el ciclo económico y que lo valora en su conjunto.

Como añadido a su metodología de calificación soberana, Fitch incluye una situación especial en caso de crisis económica que fue puesta en marcha con motivo de la crisis financiera en la Eurozona.

En circunstancias normales, como viene detallado en el cuadro anterior (Cuadro 1.), las características estructurales de un estado son el elemento más importante en la evaluación. Pero en el evento de una crisis de deuda como la vivida en la Eurozona estos años recientes, otros factores de más corto plazo escalan en importancia en detrimento de aquellos de más largo plazo como son las características estructurales. Esto refleja el aumento de importancia de los ratios financieros y de la flexibilidad de la financiación durante estos períodos de estrés en el mercado ya que la habilidad soberana para financiarse a tipos de interés asumibles adquiere una importancia vital.

Todo esto se traduce en la metodología empleada por Fitch en que el análisis de las cuentas públicas (ponderado con un 25,4% en circunstancias normales) aumenta su importancia.

Moody's

La metodología de calificación de la agencia Moody's utiliza 4 factores generales en su valoración del riesgo soberano. Cada uno de estos factores está desgranado en aspectos y características más pequeñas (sub-factores) que ayudan a crear una valoración en cada factor

mucho más real al aumentar significativamente el número de variables que se están teniendo en cuenta.

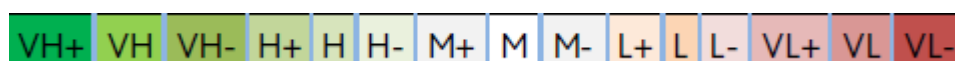
En el cuadro (Cuadro2.) se muestran los factores e indicadores tenidos en cuenta en la calificación así como la ponderación de cada uno:

Cuadro 2. Identificación y ponderación de los factores clave utilizados por la agencia Moody's.

Factores generales	Sub-factores	Peso	Indicadores
Factor 1: Fortaleza económica	Dinámica de crecimiento	50%	Crecimiento del PIB real
			Volatilidad en el crecimiento del PIB real
			Índice de competitividad real del Foro Económico Mundial
	Escala de la economía	25%	PIB nominal
Ingresos nacionales	25%	PIB per cápita	
Factores de ajuste	Puntuación 1-6	Diversificación Crecimiento crediticio	
Factor 2: Fortaleza institucional	Infraestructura y efectividad institucional	75%	Índice de efectividad gubernamental
			Índice del estado de derecho
			Índice de control de corrupción
Credibilidad y efectividad política	25%	Nivel de inflación Volatilidad de inflación	
Factores de ajuste	Puntuación 1-6	Registros de incumplimientos	
Factor 3: Fortaleza fiscal	Carga de la deuda	50%	Relación deuda pública/PIB
			Relación deuda pública/ingresos públicos
	Asequibilidad de la deuda	50%	Relación intereses de la deuda pública/ingresos públicos
			Relación intereses de la deuda pública/PIB
Factores de ajuste	Puntuación 1-6	Tendencia del endeudamiento público	
		Endeudamiento público en moneda extranjera/endeudamiento público	
		Otra deuda del sector público/PIB	
Activos financieros públicos/endeudamiento público			
Factor 4: Susceptibilidad a un evento negativo	Riesgo político	máximo ¹	Riesgo en la política doméstica
			Riesgo geopolítico
	Riesgo de liquidez gubernamental	máximo ¹	Medidas fundamentales
			Stress del mercado de financiación
	Riesgo del sector bancario	máximo ¹	Fortaleza del sector
			Tamaño del sector
			Vulnerabilidad de financiación
Vulnerabilidad externa	máximo ¹	Saldo público/PIB	
		Índice de vulnerabilidad externa	
Posición inversora internacional/PIB			

1. La valoración del Factor 4 sigue la función de máximo: el conjunto adoptará el valor de aquel sub-factor con la puntuación más elevada. Fuente: Moody's (2015)

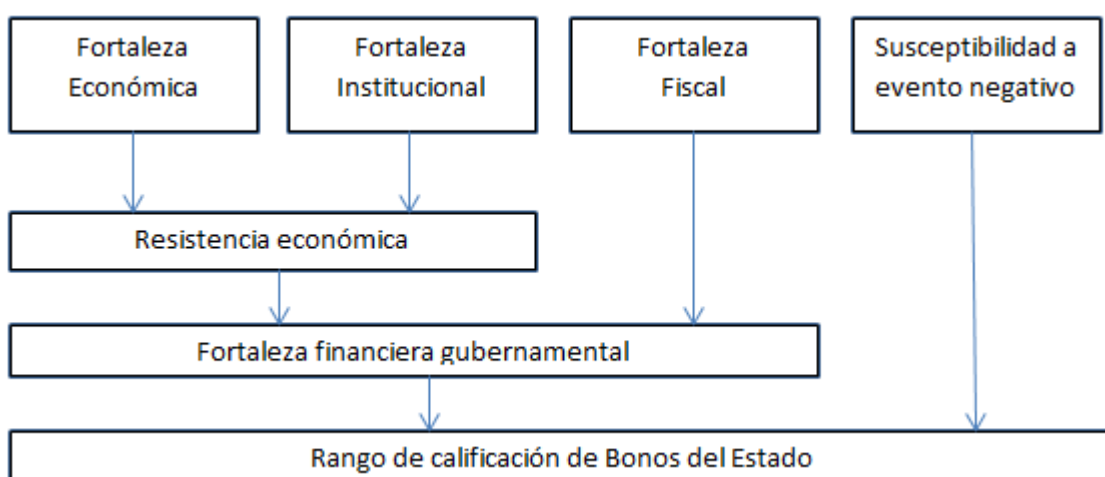
Tras el cálculo o estimación de cada sub-factor, el resultado se transcribe a una de las 15 categorías utilizadas por Moody's, desde Muy Alto + (VH+) hasta Muy Bajo - (VL-). Esta categorización es utilizada después para valorar cada uno de los factores, usando la misma escala.

Figura 2. Categorías evaluadoras de la agencia Moody's

Fuente:moody's (2015)

Todo esto es utilizado a continuación para determinar el riesgo soberano y la calificación crediticia del país. Para ello, Moody's hace un tratamiento escalonado de los factores, en el que se van combinando en orden, y obteniendo resultados intermedios a los que se siguen incorporando otros factores posteriormente.

El esquema (Figura 3.) representa el proceso realizado hasta configurar el cuadro de calificaciones para un país es:

Figura 3. Proceso metodológico de la agencia Moody's

Fuente:moody's (2015)

Los factores 1 y 2 (Fortaleza económica y Fortaleza institucional) se combinan con igual peso en la construcción denominada Resistencia económica. Los valores que pueden tomar los resultados en este momento tienen un rango desde Muy Alto+ hasta Muy Bajo-.

A continuación, mediante una función se combina esa Resistencia económica con el factor Fortaleza fiscal siguiendo un patrón no lineal: la importancia de la fortaleza fiscal es superior en países con una moderada o regular resistencia económica. La lógica tras esto es que la solvencia crediticia de países con una alta resistencia económica es menos susceptible a cambios en sus indicadores de deuda, mientras que esta solvencia es más sensible a la fortaleza fiscal en aquellos países con una resistencia económica media. En este nivel, Fortaleza financiera gubernamental, ya se obtiene una aproximación bastante indicativa de la calificación final.

El último paso es incorporar el cuarto factor: susceptibilidad a un evento negativo. Como vimos en la tabla anterior, la evaluación de este factor seguía una metodología diferente, tomando el

valor de aquel sub-factor que alcance un valor máximo en cuanto a susceptibilidad o vulnerabilidad se refiere. Por ello, esta incorporación en el proceso de hallar la calificación final, sólo puede reducirla, empeorarla.

Con todas estas incorporaciones paulatinas a la evaluación, llegados a este punto, la escala de Muy Alto+ a Muy Bajo- ha quedado demasiado exigua para poder representar las muchas combinaciones y peculiaridades distintas de cada estado calificado. La calificación final se ofrece en un rango mucho mayor de resultados, desde Aa1 hasta Caa3 como se muestra a continuación:

Tabla 2. Rango de calificación de Bonos del Estado de la agencia Moody's

Fortaleza financiera gubernamental

	VH+	VH	VH-	H+	H	H-	M+	M	M-	L+	L	L-	VL+	VL	VL-
	Aaa - Aa2	Aa1 - Aa3	Aa2 - A1	Aa3 - A2	A1 - A3	A2 - Baa1	A3 - Baa2	Baa1 - Baa3	Baa2 - Ba1	Baa3 - Ba2	Ba1 - Ba3	Ba2 - B1	Ba3 - B2	B1 - B3	B2 - Caa
VL-	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3
VL	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3
VL+	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3
L-	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa1
L	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa1
L+	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa2	Baa3	Ba1	Ba3	B1	B2	B3	Caa1	Caa2
M-	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa1	Caa2
M	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa3	Ba1	Ba2	B1	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3
M+	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3
H-	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Ba1	Ba2	Ba3	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3	Caa3
H	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3	Caa3
H+	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba2	Ba3	B1	B3	Caa1	Caa2	Caa3	Caa3	Caa3
VH-	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba3	B1	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3	Caa3	Caa3
VH	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba3	B1	B2	Caa1	Caa2	Caa3	Caa3	Caa3	Caa3
VH+	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	B1	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3	Caa3	Caa3	Caa3

Fuente: Moody's (2015)

Esta tabla muestra la visualización final de la calificación crediticia fruto de la última combinación de elementos analizados: la fortaleza financiera gubernamental, que ya nos permitía una primera aproximación bastante precisa al resultado final, con la susceptibilidad a evento negativo. Como puede apreciarse en la tabla (Tabla 2.), cuanto más bajo (Very Low -) sea su valoración más positivamente va a influir en la calificación final. O dicho de otro modo, cuanto menor susceptibilidad a evento negativo, menos se va a ver penalizada, si algo, la calificación final. Por el contrario, cuanto mayor valor alcance ese cuarto factor (pudiendo llegar hasta Very High +), más se verá penalizada la calificación soberana.

6. AGENTES UTILIZADOS

Las agencias de calificación que conforman el Big Three dependen de numerosas fuentes para obtener la información y los datos necesarios para elaborar con exactitud y credibilidad los análisis que desembocarán en la calificación soberana de un país.

La adecuación de estos agentes aportadores de información es vital para el correcto funcionamiento de las agencias y para dotar de sentido a su trabajo. No es un asunto baladí pues de esta primera fase del proceso de evaluación del riesgo soberano depende el resto del procedimiento calificador y la obtención de datos e información veraz, exacta, completa y creíble recibe un tratamiento de especial importancia por parte de las agencias y ha provocado cambios ágiles en ellas cuando esta obtención y comprobación de la información ha fallado y, por tanto, han errado las predicciones y calificaciones.

Existen diversos organismos o instituciones oficiales supranacionales que gozan de gran credibilidad y aceptación a nivel global. Recopilan información de todo el mundo, publican periódicos informes y vigilan las cuentas de los estados proponiendo ajustes, recomendaciones o exigencias. De estas instituciones se nutren todas las agencias de calificación por tratarse de fuentes fiables y de gran disponibilidad.

A su vez, cuando se analiza la economía, política, sociedad y estructura de un estado también se hace uso de fuentes de información y bases de datos de nivel nacional, regional o del sector privado.

A continuación se detallan individualmente los agentes y las formas de utilización de estos por cada una de las tres agencias para continuar con una comparación y valoración de lo expuesto:

Standard & Poor's

Obtiene los datos para sus análisis de fuentes tanto nacionales como internacionales. Esta información se consigue principalmente de publicaciones de los ministerios de finanzas, del tesoro y otros ministerios encargados de asuntos económicos clave como privatizaciones, planificación económica y explotación de recursos naturales. También se obtiene información de encuentros y reuniones con responsables de dichos ministerios e instituciones, políticos tanto pertenecientes al gobierno como opositores y de encuentros con embajadores y otros observadores externos.

También hace uso de los informes y reportes proporcionados por diversas organizaciones internacionales, tales como:

- El Fondo Monetario Internacional
- El Banco de Pagos Internacionales
- El Banco Mundial
- El Banco Central Europeo y la base de datos Eurostat
- Otros bancos y entes de desarrollo a nivel regional

Así mismo se obtiene información, datos y percepciones de analistas y observadores del sector privado, economistas, asociaciones comerciales, entidades bancarias nacionales e internacionales, sindicatos y representantes de la prensa.

Fitch

Los análisis y calificaciones crediticias realizadas por esta agencia están basados en información relevante puesta a disposición de sus analistas. Las fuentes de donde se obtiene son variadas incluyendo información y datos financieros y económicos publicados por las autoridades nacionales del estado emisor, las agencias internacionales y las instituciones reguladoras.

El proceso evaluador también puede incorporar información proporcionada por terceras partes, siendo reveladas sus identidades si los datos proporcionados por ellas adquieren importancia en la calificación soberana o suponen tomar ciertas medidas en el proceso o resultado final.

La información y los datos clave son sometidos a comprobaciones y análisis cruzados con testimonios y documentos de terceras partes por parte de Fitch para analizar su exactitud y veracidad, pero a pesar de ello la agencia confía en la información proporcionada por las fuentes nacionales, las autoridades y las agencias internacionales. En aquellas ocasiones en que se hace patente una falta de credibilidad este hecho queda especificado en el informe final pudiendo no otorgar calificación alguna al estado emisor si se considera exagerada esa falta de información o de exactitud.

Moody's

La información utilizada en la evaluación de los sub-factores empleados en la metodología de calificación soberana está recogida de diversas fuentes internacionales entre las que se incluyen:

- El Fondo Monetario Internacional
- La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos
- La Comisión Europea
- El Banco Mundial
- El Banco de Pagos Internacionales

La utilización de estos agentes se justifica, como se ha ido explicando anteriormente, en la confianza que transmiten y la credibilidad que adquiere la información que suministran. No toda la información y datos necesarios pueden obtenerse de estos agentes.

Algunos indicadores relacionados con los apartados gubernamentales y de deuda externa requieren de estimación por los analistas de Moody's haciendo uso de los datos provistos por fuentes nacionales estadísticas.

Comparación y valoración

Como podemos observar, las tres grandes agencias hacen uso de la información disponible a través de los organismos internacionales económicos, repitiéndose los nombres de Fondo Monetario Internacional o Banco Mundial entre otros. La obtención de informes y datos de estas fuentes supone cubrir una cantidad importante de las necesidades de información de las agencias de calificación crediticia. Esta información se caracteriza por su objetividad y credibilidad así como por lo completo de su contenido y posibilidad de análisis, amparado en el prestigio de estas agencias, aunque tampoco han quedado exentas de polémicas estos últimos años. Su papel internacional de árbitros, reguladores, controladores y consejeros de la economía internacional, consigue que sus directrices y recomendaciones sean tenidas en cuenta por la inmensa mayoría de estados del mundo.

El uso de fuentes de información nacionales específicas del país analizado también se encuentra en todas las agencias de calificación. No obstante, la profundidad del uso o recopilación de estos datos varía entre ellas. Moody's hace uso de fuentes nacionales estadísticas, bases de datos. Sin duda aportan información fidedigna e imparcial del estado económico de un país en multitud de aspectos y elementos distintos, pero no se complementa con la obtención de información de primera mano, como Standard & Poor's. En esta última, las reuniones y encuentros con personalidades de la economía nacional en diversos ámbitos son habituales, permitiendo disponer de información de primera mano más completa que los simples datos: las expectativas, apreciaciones y valoraciones personales de distintas políticas, planes económicos, datos de empleo... permiten complementar y mejorar los datos puros obtenidos de las bases de datos.

La agencia Fitch también hace uso de información recopilada de terceras partes independientes de las bases de datos y canales de comunicación oficiales, lo que dota de mayor riqueza y variedad de información y apreciaciones a sus analistas a la hora de entrar en las valoraciones, poniendo el máximo cuidado en el proceso de contrastación y validación de esa información. El procedimiento de revelar las identidades de esas fuentes en el caso de que la información suministrada por ellas haya sido de importancia para la calificación final, consigue mostrar transparencia y limpieza en el proceso de cara a sus clientes.

Podemos ver que el núcleo central de los datos e informes recopilados a la hora de iniciar una valoración de la economía de un país y de su riesgo soberano, provienen de fuentes oficiales tanto nacionales como internacionales que gozan de amplia aceptación y credibilidad. Estos datos se complementan, en el caso de Fitch y de Standard & Poor's, con otras fuentes privadas e independientes, teniendo sumo cuidado en su validación, así como encuentros personales con distintos responsables tanto oficiales como no oficiales en el caso de esta última agencia. Por su parte, Moody's no realiza estos encuentros o uso de terceras partes para complementar la información de canales oficiales, sino que cede a sus analistas la realización de estimaciones y estudios en aquellas secciones que considera se debe mejorar o completar la información disponible. Esto no tiene por qué verse como un aspecto negativo o a mejorar de la agencia Moody's. Sin duda sus analistas son personal altamente cualificado y profesional capaz de realizar estas estimaciones y análisis propios con la mayor eficiencia. Pero el interés y esfuerzo de las otras agencias para encontrar y obtener información proveniente de otras fuentes,

acordar encuentros y ser capaces de extraer conclusiones de ellos, previa contrastación y verificación, demuestra una gran voluntad de conseguir los resultados más precisos posibles al interesarse por obtener distintos puntos de vista de un mismo elemento que ayuden a dotar de contexto y explicación a los datos puros.

Este proceso de recopilación y validación de información, así como la identidad de los agentes utilizados para ello, influye de manera importante en la metodología empleada durante la evaluación del riesgo soberano. Aquí empieza el proceso y afecta a todas sus fases.

7. ANÁLISIS Y COMPARACIÓN DE LOS FACTORES UTILIZADOS EN EL PROCESO DE CALIFICACIÓN SOBERANA

En apartados anteriores, hemos recorrido todo el proceso metodológico y recopilatorio de información que realizan las agencias de calificación para conseguir su evaluación del riesgo soberano desde una perspectiva generalista, explicando esos procedimientos y valorándolos, pero sin entrar a detallar los factores que los forman y les dan sentido de manera pormenorizada y profunda.

En este apartado vamos a ver esos factores, pudiendo explicarlos, valorarlos y compararlos entre agencias, llevando el análisis al detalle y al mayor nivel de profundidad posible tratando de obtener una explicación comprensible y amena. Para ello, se presentan a continuación dos formas de exhibir la información muy diferentes, pero que se complementan magníficamente y otorgan la mayor flexibilidad al proceso de lectura y comprensión:

- En primer lugar se presenta una tabla muy visual donde se muestra una tipología de factores en las filas y las tres agencias de calificación analizadas en las columnas. En su elaboración se ha primado la visibilidad frente a la precisión, siendo necesario un proceso de homogeneización de factores, términos y nomenclaturas para obtener un resultado final que permite, con un rápido vistazo, recibir abundante información. Esta tabla sirve además de elemento de apoyo para la segunda parte de esta sección.
- En segundo lugar se procede a un recorrido completo y detallado de los distintos factores y su presencia en las distintas agencias resultando en una comparación particular de cada uno así como su correspondiente valoración y aportación personal.

Tabla comparativa de factores por agencias.

La siguiente tabla (Tabla 3.) posee varias consideraciones que deben tenerse en cuenta para poder entenderla adecuadamente:

- Se ha realizado una selección de los factores más influyentes en el proceso calificador de cada una de las tres agencias analizadas y se han agrupado en tres grupos principales según el aspecto concreto de cada factor, permitiendo visualizarlos con cierto orden al estar agrupados con otros de similar temática o raíz común.
- También contiene un trabajo de homogeneización de todos ellos, buscando elementos comunes entre los múltiples factores y ramificaciones de factores de las agencias de calificación, con el objetivo de dotarlos de un nombre común adecuado a sus características. En ocasiones, la denominación que aparece en la tabla es exactamente el nombre del factor analizado, en aquellos casos que las agencias implicadas en el factor en cuestión lo compartan (PIB per cápita, por ejemplo).
- La tabla pretende conseguir una representación visual simple de los factores utilizados por las agencias en su calificación del riesgo soberano, por lo que para obtener mayor detalle y precisión respecto a los factores o a su utilización se recomienda acudir a las explicaciones presentadas posteriormente.

Tabla 3. Tabla comparativa de factores por agencias

Factores	Agencias	<i>Standard & Poor's</i>	<i>Fitch</i>	<i>Moody's</i>
CARACTERÍSTICAS ECONÓMICAS				
Crecimiento del PIB real			X	X
Volatilidad del crecimiento del PIB real			X	X
Inflación, IPC			X	X
Volatilidad de la inflación				X
PIB per cápita	X	X	X	X
Comparativa del crecimiento del PIB per cápita	X			
Diversificación económica	X			X
Balance por cuenta corriente	X	X	X	X
Importancia del PIB nacional en el mundo			X	
Estatus de la moneda a nivel internacional	X	X	X	
ASPECTOS INSTITUCIONALES				
Indicadores de gobernabilidad y estado de derecho	X	X	X	X
Transparencia y nivel de corrupción institucional	X			
Información estadística fiable y completa	X			
Historial de pagos e incumplimientos	X	X	X	X
Credibilidad de la política monetaria	X	X	X	X
FACTORES DEL ENDEUDAMIENTO				
Vulnerabilidad de la financiación	X			X
Endeudamiento externo neto	X			
Endeudamiento externo bruto			X	X
Endeudamiento en moneda extranjera	X	X	X	X
Coste de la deuda	X	X	X	X
Tendencia del endeudamiento público				X
Activos financieros públicos	X	X	X	X
Pasivos contingentes	X	X	X	X

A continuación se procede a un breve repaso por cada uno de los tres apartados aglutinadores de factores con una breve explicación de sus motivos, homogeneización y aspectos relevantes:

Características Económicas:

- Esta sección incluye aquellos factores relacionados directamente con aspectos económicos o monetarios tanto del mercado doméstico como de la relación del país con el mundo. No se entra en temas relacionados con el gobierno o sus políticas, aunque teniendo presente la estrecha interrelación entre las administraciones públicas y entes gubernamentales con la situación y evolución de estos factores, con el objetivo de intentar concretar lo máximo posible estas características a lo meramente económico y monetario.
- Permite comprobar como Fitch y Moody's tienen mayor presencia en este aspecto que Standard & Poor's, así como la intermitencia de elementos comunes entre las

agencias, con elementos analizados compartidos por unas y no por otra en varias ocasiones. En líneas generales, todas las agencias otorgan una moderada o alta importancia a los factores aquí analizados, a pesar de existir mayor presencia, como se ha comentado, en Fitch y Moody's entre estos conceptos.

- El análisis del PIB per cápita y del Balance por cuenta corriente adquieren importancia en todas ellas y, como veremos posteriormente, ocupan puestos relevantes a la hora de valorar crediticiamente un estado soberano.
- Por otra parte, conceptos como "Importancia del PIB nacional en el mundo" o "Comparativa del crecimiento del PIB per cápita" adquieren un valor de ajuste en sus respectivas agencias, sin formar parte del núcleo central de la evaluación pero sí completándolo y precisándolo.

Aspectos Institucionales:

- Los aspectos institucionales es un apartado de difícil delimitación debido a la indudable influencia que las instituciones tienen en multitud de elementos económicos, monetarios, crediticios...como se ha razonado en el punto anterior, y todas las interconexiones del sector público con el sector privado y economías del resto del mundo.
- Por ello finalmente nos decidimos por incluir en esta sección aquellos elementos más complicados de valorar numéricamente y que en muchas ocasiones son factores cualitativos o fruto de impresiones y sentimientos sociales, jurídicos o internacionales.
- Los "Indicadores de gobernabilidad y estado de derecho" presentan la mayor homogeneización de factores de toda la tabla, ya que las agencias incluyen multitud de estos indicadores obtenidos de fuentes internacionales y supranacionales de confianza (como se vio al hablar de los Agentes). La mejor forma de indicar de manera visual que las tres agencias tienen en consideración estos elementos, sin extender la tabla de forma baldía, era agruparlos todos en uno.
- A pesar de ello, y debido a la extensa variedad de indicadores analizados y tenidos en cuenta por Standard & Poor's, se incluyen los de "Transparencia y nivel de corrupción de las instituciones" e "Información estadística fiable y completa" a modo de diferenciación de esta agencia en lo que a indicadores se refiere ya que supera con creces los elementos tenidos en cuenta por las otras dos y consideramos que eso debe tener una presencia visual en la tabla.

Factores del Endeudamiento:

- Por último, en esta sección se han agrupado todos aquellos factores que tienen relación directa con el endeudamiento, tanto interno como externo, o aquellos que directamente se encargan de su medición.
- De nuevo podemos entrar en apreciaciones sobre si alguno de ellos podría ir en otra sección, pero consideramos que todos ellos tocan especialmente el tema del endeudamiento nacional, sus posibilidades, como en el caso de los pasivos contingentes, o sus condicionantes, por lo que merecían disponer de un apartado propio.

- En todos ellos hay una abundante presencia de las agencias debido a que estos son concretamente los factores más tratados y vigilados. A diferencia de otros factores y elementos analizados cuya evolución es a largo plazo y los cambios casi nunca son instantáneos o extremos, entre estos factores se cuentan aspectos que pueden verse alterados en corto espacio de tiempo tanto por sucesos endógenos como exógenos, de ahí la importante labor de vigilancia y seguimiento llevado a cabo sobre los factores de este apartado.
- Destaca la diferencia que surge entre agencias a la hora de tratar con el endeudamiento externo, haciendo uso Standard & Poor's de valores netos y Fitch y Moody's de valores brutos.

Una vez presentada la tabla continuamos con una explicación, comparación y valoración pormenorizada de estos factores, entrando en detalles que profundicen la homogeneización realizada y permitan explorar las peculiaridades aportadas por cada agencia.

Análisis de los factores.

A continuación se presenta una nueva clasificación de los factores en cinco agrupaciones con el propósito de facilitar la lectura y comprensión, y de disponer de cada elemento, factor o ratio en el mayor orden posible para proceder a su explicación.

La razón de no continuar utilizando los tres grupos de factores presentados en la tabla (características económicas, aspectos institucionales y factores del endeudamiento) es debido a la necesidad en este apartado de lograr mayor precisión tanto en explicaciones como en comparaciones y el aumento de agrupaciones a cinco ayuda a conseguirla. Estas cinco agrupaciones serán:

- Factores económicos
- Factores institucionales
- Factores fiscales
- Factores relacionados directamente con el endeudamiento
- Factores de ajuste

La incorporación de los factores a cada uno de estos grupos también, como en el apartado anterior, puede tener interpretaciones u opiniones sobre su conveniencia de ir en tal o cual agrupación, pero este reparto se ha realizado de la manera más neutral y lógica posible y el aumento del número de grupos incrementa considerablemente la precisión. De todas formas, en aquellos ratios o factores que puedan generar dudas respecto a su situación concreta en uno de estos grupos se añadirá una explicación en la que intentaremos fijar posición al respecto.

Factores Económicos

La fortaleza intrínseca de la economía (centrada en crecimiento potencia, diversificación, competitividad, ingresos nacionales y escala de la economía) es importante en la determinación de la resistencia de un país, su capacidad de absorber golpes y sobreponerse a conmociones económicas (Moody's 2015).

La ausencia de fortaleza económica ha sido un factor decisivo en incumplimientos financieros pasados y la diversificación económica adquiere importancia dentro de esta fortaleza al aportar un extra de resistencia frente a otras economías que pequen de escasa diversificación. También la escala de una economía aporta resistencias quedando más expuestas aquellas economías de menor escala (entendiéndola por tamaño).

En términos de importancia histórica, el estancamiento económico a largo plazo ha sido una causa relevante de incumplimientos financieros, según el criterio de los analistas de la agencia Moody's (2015), sobre todo cuando se le añade una carga de endeudamiento elevada.

A pesar de ello, el desempeño pasado no es una orientación de lo que depara el futuro, pero sí es cierto que esos registros de las actuaciones económicas de un país reflejan la cohesión y

robustez de sus políticas macroeconómicas así como permitir poner de manifiesto tanto las fortalezas como debilidades de su economía (Fitch 2015).

Los países que se han beneficiado de exitosas políticas macroeconómicas durante largos períodos de tiempo, han disfrutado de crecimiento de los ingresos públicos y han demostrado mayor resistencia a conmociones en los mercados financieros, manteniendo siempre unos registros de inflación moderada.

Para la agencia Fitch, estos países que han disfrutado de inflación baja y crecimiento económico estable tienden a ser mejor valorados que aquellos que tienen, o han tenido en años pasados recientes, inflación crónica y ciclos económicos extremos, con pronunciadas etapas de crecimiento y similarmente pronunciados episodios de recesión.

En cuanto a los factores relacionados con la economía analizados por las agencias:

PIB per cápita

Destaca la utilización por parte de las tres agencias del PIB per cápita. La división de la producción de una economía entre la población resulta en una medida del nivel de ingresos de los ciudadanos de un país.

Las tres coinciden que las economías con alto nivel de ingresos, y abiertas a los mercados internacionales, tienen a recibir valoraciones más elevadas, siendo países relacionados con un bajo nivel de incumplimiento.

La agencia Standard & Poor's lleva un paso más allá el análisis de este elemento y su inclusión en el proceso calificador, perfeccionando el resultado con un ajuste que las otras dos agencias no consideran. Utiliza como criterio el crecimiento medio del PIB per cápita durante diez años (considerando por tanto un ciclo económico entero, aproximadamente), pudiendo mejorar o empeorar la calificación en base a unos intervalos de crecimiento calculados por la agencia en función del nivel de PIB per cápita.

Así, con datos metodológicos del 2015, un país que reciba una valoración de 1 o 2 en su nivel de PIB per cápita (una valoración muy buena), deberá situarse en unos valores de crecimiento del PIB per cápita entre 0,3% y 1,5% durante diez años. De ser menor, se procederá a ajustar negativamente la valoración anterior, y si fuera mayor, el ajuste sería positivo (si fuera posible, ya que 1 es el valor máximo). En la tabla (Tabla 4.) se presentan los valores utilizados por Standard & Poor's en relación a este punto:

Tabla 4. Ajuste a la valoración del factor PIB per cápita de la agencia Standard & Poor's

Valoración económica en el nivel de ingresos	Crecimiento base
1 o 2	0.3% - 1.5%
3 o 4	1% - 4%
4 o 5	1.5% - 5.5%

Balance por cuenta corriente

Otro de los indicadores que se tiene en cuenta por todas las agencias es el Balance por cuenta corriente que, según Paúl Gutiérrez (2005), recoge todas las transacciones entre residentes y no residentes que se producen como consecuencia del intercambio de bienes y servicios, del cobro o pago de rentas de inversión o por transferencias.

Respecto a este indicador, Fitch (2015) toma nota de la volatilidad y potencial vulnerabilidad de las importaciones, influyendo en la calificación. La mayor dependencia de una materia prima o servicio (como puedan ser el petróleo o el turismo) implica una vulnerabilidad superior en cuenta corriente. Se supera el análisis de los términos absolutos del balance por cuenta corriente para entrar a valorar la diversificación de importaciones y exportaciones, resultando en una penalización de la calificación cuanto menor sea esa diversificación.

Las tres agencias presentan este factor como un porcentaje del Producto Interior Bruto.

Standard & Poor's añade una apreciación extra a este indicador al relacionar también su evaluación al estatus de la moneda del país (un factor que se tratará a continuación), pudiendo aplicar penalizaciones basándose no solamente en la proporción del déficit por cuenta corriente, sino también en la valoración de la moneda de ese país a nivel internacional, creando distintas apreciaciones en la calificación final.

Para Moody's este factor entra en una categoría diferente: la de susceptibilidad a evento negativo. Como recordatorio de la metodología de Moody's (2015) presentada anteriormente, de los factores en esta situación sólo se tenía en cuenta el valor máximo (el de peor situación o posición más vulnerable o comprometida) en la calificación.

Para esta agencia los déficits persistentes en cuenta corriente pueden llevar a un aumento del endeudamiento externo, salvo que esas desviaciones del balance sean financiadas por inversión extranjera directa.

Como vemos, para Moody's, la valoración del balance por cuenta corriente sólo adquirirá relevancia si su situación es tan comprometida que se sitúa como el valor máximo dentro de todos los elementos analizados en Susceptibilidad a evento negativo, y un balance descompensado, con déficits moderados aunque persistentes, podría no tener incidencia en la calificación final si hubiera otro factor de este apartado en peor situación.

Bajo nuestro punto de vista, la utilización que realizan Fitch y Standard & Poor's de este indicador resulta más acertada, al dotarle de mayor peso en el proceso evaluador; cada uno con sus peculiaridades, Fitch considerando la volatilidad y vulnerabilidad de los elementos que componen el balance y Standard & Poor's añadiendo el estatus de la moneda a la hora de considerar los déficits por cuenta corriente, pero ambas situándolo en una posición de indudable importancia y es que, como relata Paúl Gutiérrez (2005): dado que el saldo en la balanza por cuenta corriente ha constituido el indicador básico de la existencia de equilibrio externo, la cuenta corriente ha sido elevada a la categoría de objetivo último de la política económica.

Estatus de la moneda a nivel internacional

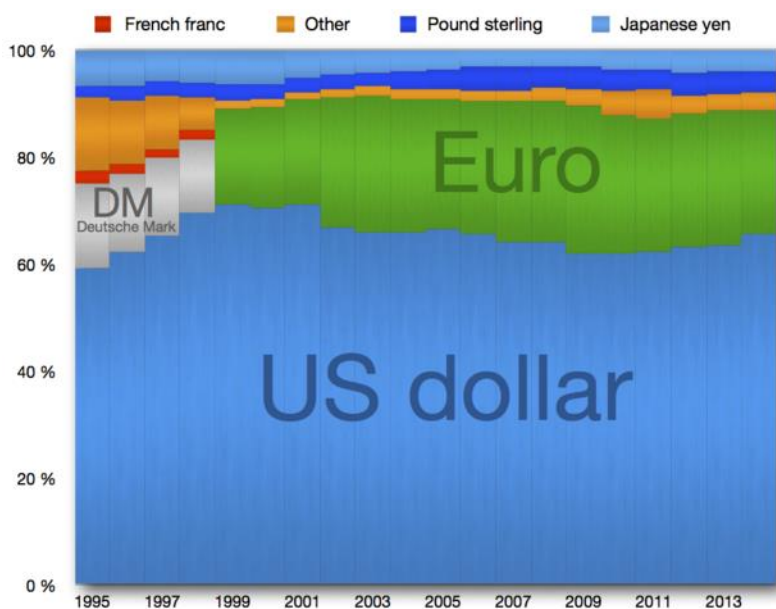
Factor utilizado principalmente por Standard & Poor's pero con presencia también en la calificación de Fitch.

En cuanto a su tratamiento, Standard & Poor's (2015) lo utiliza como el primer paso de su valoración externa analizando el grado de uso de una moneda en transacciones internacionales asignando una calificación mayor a aquellos países cuyas monedas son monedas reserva o monedas activamente intercambiadas. Esto es debido al elemento común que comparten estos países: sus monedas son ampliamente utilizadas en transacciones financieras fuera de sus fronteras lo que los convierte en países menos expuestos a cambios en las carteras internacionales de los inversores.

El requisito que establece esta agencia para considerar a una moneda como reserva es que integre más del 3% de las reservas de divisas de todo el mundo, basándose en el indicador "Composición monetaria de las reservas de divisas oficiales" del Fondo Monetario Internacional. La demanda de deuda de estados que controlan monedas reserva tiende a aumentar en períodos de estrés económico, reflejando la credibilidad de las políticas e instituciones de ese país, la fortaleza de su sistema financiero y de sus mercados de capitales.

En cuanto a la denominación "moneda activamente intercambiada" el requisito es que suponga más de 1% del total de intercambios en el mercado internacional de divisas, haciendo uso del control del Banco de Pagos Internacionales para medir estos intercambios y valorar en consecuencia.

Figura 4. Distribución de las monedas reserva



Fuente: Wikipedia (2016)

En cuanto análisis realizado por Standard & Poor's una vez determinado el estatus de la moneda, para aquellos países con moneda reserva o moneda activamente intercambiada los estudios se centran en la medición del endeudamiento externo (de que se hablará más

adelante) teniendo en cuenta las posiciones monetarias de estos países que suelen ser más flexibles permitiendo mayores niveles de endeudamiento a corto plazo. Para los otros países, aquellos que no disponen de una moneda reserva ni activamente intercambiada, además del análisis de su endeudamiento externo se añaden estudios sobre su liquidez externa.

Respecto a la agencia Fitch (2015), el tratamiento que hace del estatus de la moneda a nivel internacional es un complemento en la determinación del endeudamiento bruto de un país, realizando una separación entre aquellos países con moneda reserva y los que no, como una forma de resaltar los privilegios de aquellos que disponen de moneda reserva como hemos visto en el párrafo anterior de la evaluación de Standard & Poor's.

Crecimiento y volatilidad del PIB real

Ambos indicadores tienen presencia en los análisis realizados por las agencias Fitch y Moody's y ambos proceden con un tratamiento similar de estos elementos. Fitch (2015) lo encuadra dentro de su valoración del desempeño macroeconómico, utilizando una media de tres años del porcentaje medio anual de variación en el PIB real para medir su crecimiento, mientras que, para valorar la volatilidad, aplica un logaritmo que analiza la desviación estándar a partir del crecimiento medio en el PIB real a lo largo de diez años.

La agencia Moody's (2015) por su parte, encuadra ambos indicadores dentro de las dinámicas de crecimiento: la suma del crecimiento real del PIB, la volatilidad de ese crecimiento y el indicador Índice de competitividad real proporcionado por el Foro Económico Mundial, componen la espina dorsal de su proceso de valoración de la fortaleza económica; la mitad de la calificación en este aspecto que pueda obtener un estado soberano la consigue de estos factores. Esto ayuda a resaltar mejor el puesto de relevancia que el crecimiento y la volatilidad del PIB real tienen para esta agencia, y es que los analistas de Moody's consideran que las bajas perspectivas de crecimiento amplifican los efectos de endeudamiento y pueden crear una carga de la deuda insostenible; en contraste, los países que han experimentado un crecimiento fuerte y sostenible han tenido éxito gestionando altas cargas de endeudamiento respondiendo a imprevistos y adversidades.

Inciendo más en la importancia de la medición de estos indicadores y su modo de afectar a la economía, Vinod (2002) explica que existe una marcada correlación entre la volatilidad de las corrientes de capital y la volatilidad del crecimiento, medida por la desviación estándar de las tasas anuales de crecimiento del PIB real y que la volatilidad en las corrientes de capital crea incertidumbre en las condiciones económicas, eleva el costo del capital, puede perjudicar las inversiones y el crecimiento a largo plazo, y desacelera los esfuerzos de reducción de la pobreza.

Es por tanto muy adecuada la inclusión de la volatilidad del crecimiento del PIB, tan relevantes en el desempeño económico de un país, en el proceso de valoración crediticia.

Inflación y su volatilidad

Fitch (2015), asegura que las economías con un historial extenso de inflación suelen presentar altos grados de indexación o dolarización, al convertirse la moneda extranjera en el principal valor reserva para esa economía. Es por eso que en esta agencia consideran la inflación (más concretamente medida a través del Índice de Precios al Consumo) como un indicador que merece la pena incorporar a los análisis. Su uso de efectúa calculando una media de tres años del porcentaje medio anual de variación del IPC.

Moody's, por su parte, en su metodología del año 2015, sitúa la medición de la inflación y su volatilidad dentro de la nomenclatura: credibilidad y efectividad política. Sus analistas consideran que la inflación es el principal factor de credibilidad y efectividad porque la prosperidad y el crecimiento sostenible se consiguen mejor con estabilidad de precios, además de ser un elemento importante a la hora de medir a competitividad de una economía.

La alta inflación erosiona la confianza en la moneda nacional y suele ser causa de inestabilidad económica y política. Un escenario deflacionario también se refleja adversamente demostrando escasa habilidad del Banco Central y se relaciona con episodios de contracción del crecimiento y empeoramiento de ratios.

Diversificación y volatilidad económicas

Tanto Standard & Poor's como Moody's hacen uso de estos dos elementos en su proceso calificador. Ambos en los apartados correspondientes a análisis económico (valoración económica y fortaleza económica respectivamente) y ambos dándoles la categoría de factores que ajustan y complementan la valoración económica en su conjunto.

Con estos elementos pueden evaluar la flexibilidad de la economía, determinando la distribución de los diferentes sectores y de su valor añadido respecto a la producción total.

La diferencia metodológica la encontramos en que Moody's puede utilizar el ajuste tanto para mejorar la calificación como para empeorarla, mientras que para Standard & Poor's es un elemento que puede empeorar la calificación si sus valores fueran deficientes, aunque a modo de compensación no es un factor que rebaje la evaluación si el país en cuestión disfruta de una alta calificación en su valoración económica hasta llegar a este factor final (valoración de 5 o 6).

Factores Institucionales

Según Moody's (2015), en torno al 30% de los incumplimientos financieros en el pasado han estado directamente relacionados con debilidad política o institucional, desde debilidad política hasta, directamente, rechazo a pagar, o deficientes capacidades de gestión presupuestaria. Por nombrar algunos ejemplos de este tipo de incumplimientos, obtenidos de la información y experiencia de la propia agencia:

Mongolia en 1997 o Camerún en 2004, sus incumplimientos estuvieron relacionados con unas débiles instituciones de gestión pública y con la incertidumbre política que vivieron.

La restructuración de la deuda de Paraguay entre 2002 y 2004 se debió a una combinación de deficiente desempeño económico, inestabilidad política y el efecto contagio de otras crisis regionales.

Costa de Marfil declaró en el año 2000 una moratoria en los pagos a causa del golpe de estado y el conflicto social que se extendió por el país.

Ecuador, en 2008, es un ejemplo de rechazo político a pagar. El presidente informó que no iba a cumplirse con las obligaciones de una serie de bonos.

Todos estos ejemplos comparten la raíz de las instituciones, del poder político en su origen, pero su diversidad es evidente: rechazo, deficiente gestión o golpe de estado. Esto hace que los elementos que deban analizarse y tenerse en cuenta para abarcar la mayor información y conclusiones posibles, sean muy variados y extensos. Las agencias recurren a los agentes internacionales y supranacionales para recabar información, además de las propias fuentes oficiales de cada país, utilizando una miríada de indicadores, ratios y valoraciones enorme.

La agencia Standard & Poor's es la que mayor control hace de estos aspectos, con una gran ventaja en el número de indicadores analizados y con el complemento de las reuniones y encuentros con personajes importantes tanto del sector público como privado e incluso académico, como se vio al tratar la metodología de las agencias anteriormente. El primero de sus cinco grandes apartados de factores en estudio, la valoración institucional, está compuesto en exclusiva por todos estos indicadores y registros.

Debido a la diferencia de terminología existente entre las agencias y a las diferencias en importancia y uso que dan a estos elementos institucionales, así como al número de indicadores, la estructura de este subapartado se distribuirá por agencias en vez de factores, es decir, iniciaremos con Standard & Poor's por ser la agencia con mayor presencia en estos temas, continuaremos con Fitch y finalmente Moody's, en vez de presentar cada indicador e ir hablando de él y de quién lo usa y cómo (como se hizo en el subapartado anterior de factores económicos). Opinamos que así conseguiremos que el detalle no esté reñido con la claridad.

Standard & Poor's

Esta agencia, en su metodología del año 2015, informa que la valoración institucional se compone de análisis acerca del desempeño de las instituciones gubernamentales y su forma de hacer política, afectando con ello a su calificación crediticia al favorecer, o entorpecer, un crecimiento económico sostenible, unas finanzas públicas saneadas y responder a los esfuerzos económicos o políticos.

Su utilización de los factores los divide en dos grupos:

- Un grupo primario permite determinar la valoración institucional inicial.
- Un grupo secundario complementa y perfecciona esa valoración inicial.

La agrupación de factores primarios la compone la valoración de la efectividad, estabilidad y predictibilidad de las políticas, las instituciones y la sociedad civil, y para su determinación se basa en los siguientes aspectos:

- Los registros de gestión de pasadas crisis políticas, económicas y financieras en un país. Se valora especialmente la implementación, en forma y tiempo, de diversas reformas como la existencia de un sistema público de pensiones o reformas del sistema sanitario que compaginen calidad con sostenibilidad, la correcta gestión de presiones externas y la prudencia en la política monetaria.
- La predictibilidad en el núcleo de las políticas, que respecto a aquellos aspectos estratégicos para el país las políticas que los acompañen o hagan evolucionar puedan ser previsibles, evitando cambios imprevistos que puedan afectar a la capacidad de responder a una crisis o evento negativo, o incluso provocándolos.
- Los desafíos actuales y potenciales a las instituciones políticas ya sea su origen una demanda popular de mayor participación política o económica, como desafíos religiosos, étnicos o de naturaleza política a las instituciones.
- La cohesión de la sociedad civil, evidenciada por la movilización social, la integración social, la presencia de organizaciones cívicas o el grado de orden social.

Las fuentes de recopilación de toda esta información son: el Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial, las bases de datos oficiales nacionales y los encuentros con colectivos y personalidades del país.

Podemos ver cómo, a pesar de obtener abundante información de ratios e indicadores calculados y compartidos por organizaciones supranacionales, el nivel de subjetividad de estos análisis puede ser alto. Medir cuantitativamente aspectos como la cohesión de la sociedad civil puede ser complicado y necesitar de una decisión de los analistas de la agencia para determinar si, ante unos indicadores y observaciones dados, ese país merece ser calificado con un 5 o un 4, por poner un ejemplo. Es debido a esa posible subjetividad que se hace acopio de grandes cantidades de información, convenientemente contrastada y validada, en un intento de dejar a la subjetividad o al análisis interno de los expertos de la agencia el menor peso posible.

Respecto a los factores secundarios, aquellos que perfeccionan la valoración resultante de los estudios anteriores, se valora la transparencia y responsabilidad de las instituciones, sus procedimientos, y de la información y datos.

La responsabilidad y transparencia de las instituciones y sus procesos y los datos disponibles están medidos a partir de:

- La existencia de controles entre instituciones y su imparcialidad
- El nivel de corrupción percibido en el país, lo cual mantiene una buena correlación con la responsabilidad de las instituciones
- La adjudicación imparcial de concursos y contratos públicos y el respeto de la propiedad privada y los derechos de propiedad, útil para valorar el respeto de las instituciones con los inversores y prestamistas
- La independencia de las fuentes estadísticas y los medios de comunicación así como la existencia de un historial de revisión de los datos como una manera de reflejar la responsabilidad respecto a la información proporcionada y su fiabilidad.

Este último punto incluye una valoración de la calidad y la consistencia de la información relevante, en la que se incluyen: las cuentas de ingresos nacionales, las cuentas de la fiscalidad, información monetaria, información del estado de las empresas públicas y la posición financiera internacional. Esta información está basada en valores estimados por lo que no siempre se encuentra medida con precisión. Debido a ello, la existencia de revisiones de las bases de datos e información, o el esfuerzo por completar la información lo máximo posible, son valoradas positivamente por la agencia, al demostrarse deseo de las instituciones responsables de disponer de información de la mejor calidad y transparencia. También facilita el trabajo de análisis de Standard & Poor's poder disponer de información completa, reduciendo la necesidad de acudir a la interpretación de los datos para solventar discrepancias o aspectos incompletos.

Finalmente, dentro de la extensa labor recopiladora de información por parte de esta agencia y el análisis institucional por medio de indicadores, a modo de perfeccionamiento de la valoración resultante, Standard & Poor's hace uso de dos indicadores más:

- La cultura de pago de la deuda de un estado soberano. La disposición de un país a incumplir en sus obligaciones financieras es tenida en consideración, debido a que los inversores tienen un paraguas legal limitado en estas situaciones. Un estado soberano puede, y en ocasiones ha ocurrido, incumplir sus obligaciones a pesar de tener capacidad para cumplirlas (nombráramos al presentar este apartado institucional el caso de Ecuador en 2008).
- Los riesgos externos y/o geopolíticos. Se consideran las tensiones con países vecinos, la amenaza de guerra, la seguridad nacional... situaciones que pueden llevar a imponer una pesada carga en el tipo de políticas que se llevan a cabo, ahuyentar inversiones o conllevar sanciones económicas internacionales.

Fitch

La agencia Fitch (2015) encuadra su evaluación de los factores institucionales dentro de su calificación de características estructurales de un estado soberano, haciendo uso del Indicador Compuesto de Gobernabilidad, del Banco Mundial.

Este indicador, llamado así por la agencia Fitch, es la suma de seis indicadores ofrecidos por el Banco Mundial:

Figura 5. Representación de los indicadores gubernamentales utilizados por la agencia Fitch



Fuente: Fitch (2013)

- Estado de derecho
- Efectividad gubernamental
- Control de la corrupción
- Participación y responsabilidad
- Estabilidad política
- Capacidad legislativa

Estos indicadores se combinan de manera simple para obtener la calificación de este apartado.

Para Fitch (2015), las tensiones políticas y sociales, los niveles de efectividad y corrupción, el respeto de la ley que practican las instituciones, el nivel de participación ciudadana en las decisiones políticas... tienen relevancia en la solvencia de un estado soberano. Un alto nivel de consenso social y político respecto a distintas dificultades económicas está relacionado con la existencia de unas políticas económicas predecibles y estables. Por el contrario, un país afectado por divisiones sociales, tensiones raciales o regionales, sus autoridades gubernamentales van a encontrarse con multitud de desafíos y de dificultades que van a afectar negativamente su capacidad de lidiar con eventos negativos.

Moody's

La utilización que la agencia Moody's (2015) realiza de diversos indicadores e índices proporcionados por instituciones como el Banco Mundial, los encuadra dentro de su estudio de la fortaleza institucional. Los indicadores disfrutan de la mayor relevancia dentro de los análisis de esta fortaleza y son agrupados dentro de: infraestructura y efectividad institucional. Sus resultados se complementan con el análisis de la inflación y su volatilidad, que ya vimos anteriormente, y con los registros de incumplimientos pasados.

- Índice de efectividad gubernamental. Uno de los indicadores más relevantes, en opinión de los analistas de Moody's, de todos los que ofrece el Banco Mundial al permitir evaluar la calidad de la burocracia y las administraciones públicas de un país. También captura la independencia del servicio público frente a las injerencias políticas, su planificación y capacidad de implementar nuevas reformas.
- Índice del estado de derecho. Dentro de este indicador, proporcionado igualmente por el Banco Mundial, la agencia presta especial atención al respeto de los derechos de propiedad, la independencia del sistema judicial y el respeto de los contratos públicos y sus adjudicaciones.
- Índice del control de corrupción. Interesa las mediciones del nivel de utilización del sector público para favorecer ganancias privadas, así como la presencia en la economía de grupos de presión que pudieran distorsionar la transparencia y responsabilidad de las que debe hacer gala la burocracia y las administraciones públicas.

Estos índices acaparan las tres cuartas partes de la valoración total de la fortaleza institucional de un estado soberano, siendo completada esa valoración por los análisis del nivel de inflación, la volatilidad de esa inflación y, por último, los registros de incumplimientos pasados.

Respecto a este último, su ajuste sólo puede ser negativo y permite mantener un seguimiento de incumplimientos recientes y aplicar la política metodológica de Moody's de no mejorar la calificación crediticia de un estado soberano si existen incumplimientos recientes.

Factores Fiscales

En este análisis pormenorizado y con mayor detalle y profundidad que la tabla presentada anteriormente, hemos optado por generar un nuevo grupo de factores que, si bien en el apartado anterior, más generalista y visual, podía añadir una complejidad prescindible a la hora de presentar las comparaciones, ahora, por el contrario, ayuda al proceso de estructurar los factores y detallarlos de una manera más ordenada.

En esta nueva agrupación se han incluido aquellos elementos relacionados con la capacidad de un estado de generar ingresos públicos y de la aportación de estos ingresos públicos a la sostenibilidad de la deuda. Aparecen, por tanto, elementos relacionados con las instituciones (las responsables de obtener y gestionar los ingresos públicos) como aspectos del endeudamiento (como pueden ser el pago de los intereses o el montante de la deuda).

Los factores analizados a continuación aportan información y conclusiones importantes sin ser factores que puedan encuadrarse completamente ni en la agrupación de factores institucional ni en la del endeudamiento, siendo una razón para otorgarles su propio grupo. Además, los factores aquí presentados reciben el cometido por parte de las agencias de evaluar la eficiencia y fortaleza del sistema fiscal de un país, razón de peso para aglutinarlos en su propio grupo.

Hablando ya propiamente de los factores fiscales, a lo largo de la historia, y con la experiencia de Moody's (2008 y 2015), se han producido diversos incumplimientos por esta causa:

Moldavia en 2002, Jamaica en 2010 y 2013 o Grecia en 2012 son ejemplos de descuadres fiscales y externos que se acrecentaron a lo largo del tiempo resultando en pesadas cargas de deuda, creando vulnerabilidades que se hicieron evidentes al llegar una época de aprietos y estrés.

La crisis de Pakistán en 1998 por ejemplo, hunde sus raíces en las políticas insostenibles llevadas a cabo durante esa década y la liberalización de depósitos en moneda extranjera que, en vez de destinarse para motivar la economía y aumentar las inversiones, fueron empleados en financiar los déficits fiscales que sufría el país creando un problema de exceso de endeudamiento. La pérdida de confianza internacional en las economías de Asia y Rusia tras las crisis de esos años convirtió la frágil situación del país en insostenible, desencadenando una crisis de la deuda.

Las tres agencias realizan un análisis del desempeño fiscal de un estado soberano, advertidas de la importancia de la carga de la deuda y la necesidad de flexibilidad fiscal, pero todas ellas con sus peculiaridades.

Standard & Poor's

Sitúa su evaluación del desempeño fiscal dentro del apartado de valoración fiscal de su metodología.

La valoración fiscal de Standard & Poor's (2015), mide la sostenibilidad del déficit de un país y la carga de su endeudamiento. Esta medida considera la flexibilidad fiscal, las tendencias fiscales a largo plazo con sus vulnerabilidades y la estructura y financiación de la deuda.

La flexibilidad y el desempeño fiscal se evalúan a través de la relación entre la deuda pública y el PIB, y dependiendo de la variación de esta relación se establece una u otra calificación inicial.

Tabla 5. Valoración de la flexibilidad y desempeño fiscal

Variación en la deuda pública como porcentaje del PIB	< 0%	0%-3%	2%-4%	3%-5%	4%-7%	>6%
Valoración inicial	1	2	3	4	5	6

Fuente: Standard & Poor's (2015)

La tendencia del endeudamiento público entra en juego a la hora de decidir la valoración inicial en aquellos casos cuyos valores puedan estar situados en dos casillas distintas. En ese caso, si la tendencia del endeudamiento es positiva, es decir, que está reduciéndose el endeudamiento público, se valorará mejor que si la tendencia es negativa. Por ejemplo, un estado soberano con un 3,5% en la relación deuda pública/PIB recibirá una valoración inicial de 3 si la tendencia del endeudamiento es positiva o la recibirá de 4 si es negativa (recordemos que 1 es el más fuerte/el mejor y el 6 es el más débil/el peor).

A continuación, la agencia ajusta la valoración tanto al alza como a la baja dependiendo de diversos factores que complementan esa relación anterior:

- Los gobiernos con importantes activos financieros, esto es, mayores al 25% del PIB o gobiernos con probada capacidad de realizar aumentos de ingresos o recortes de gastos superiores al 3% del PIB en el corto plazo, reciben un ajuste positivo a esa valoración inicial. Unos por sus activos y otros por su capacidad de respuesta rápida.
- Los gobiernos que perciben importantes ingresos de fuentes volátiles, o que carecen de esa capacidad de adaptar con rapidez sus ingresos o gastos a las necesidades del momento o que sufren escasez de servicios básicos e infraestructuras, suponiendo peores expectativas a largo plazo, serán penalizados en su valoración inicial.

Respecto a la medición de la carga del endeudamiento, Standard & Poor's (2015) realiza comparaciones que le permitan reflejar el futuro de los niveles de endeudamiento público. Para ello recurre a la relación coste de la deuda/nivel de endeudamiento según PIB.

Tabla 6. Valoración de la carga del endeudamiento

		Nivel de endeudamiento (según PIB)				
		<30%	30%-60%	61%-80%	81%-100%	>100%
Coste de la deuda	<5%	1	2	3	4	5
	5%-10%	2	3	4	5	6
	11%-15%	3	4	5	6	6
	>15%	4	5	6	6	6

Fuente: Standard & Poor's (2015)

Esta relación entre el nivel de endeudamiento y el coste de la deuda permite obtener una valoración inicial de la carga del endeudamiento que se complementa con varios elementos de ajuste negativo. Es necesaria la existencia de, al menos, dos de estos factores de ajuste para que sea procedente aplicar una penalización a la valoración:

- Más del 40% del endeudamiento público es el moneda extranjera
- No residentes poseen una cantidad superior al 60% de la deuda pública
- El perfil de la deuda está sometido a variaciones significativas.
- La exposición del sector bancario al gobierno es superior al 20% del total de sus activos.

Fitch

La agencia Fitch examina el vencimiento, interés y composición monetaria del endeudamiento público siendo informada del riesgo que está soportando un gobierno y los niveles de flexibilidad y desempeño fiscal necesarios para garantizar la sostenibilidad de esa situación.

La administración de las finanzas públicas afecta directa e indirectamente a la valoración crediticia a través de su influencia en la economía por medio de los canales impositivos, los gastos y los ingresos. El endeudamiento público sostenible varía entre países y a lo largo del tiempo, no encontrándose una relación simple entre la cantidad de deuda pública (ya sea relativa al PIB o a los ingresos públicos) y la valoración crediticia, en opinión de los analistas de Fitch.

La sostenibilidad de un cierto nivel de endeudamiento también se ve afectada por el paso del tiempo. Donde los niveles de endeudamiento aumentan de forma insostenible, hay escasa confianza en que las políticas fiscales sean suficientes para ajustar los balances o para conseguir una reducción del endeudamiento a medio-largo plazo, quedando la bajo presión la solvencia a largo plazo.

No existe una clasificación concreta entre su metodología que aborde de manera independiente aspectos fiscales, pero podemos resaltar dos indicadores importantes que cumplen esa función para esta agencia:

- El balance presupuestario
- El pago de los intereses

El balance presupuestario se calcula realizando una media de tres años de dicho balance como % del PIB permitiendo obtener una visión clara de desviaciones en el presupuesto, necesidades de financiación y el peso del endeudamiento, así como su evolución, en los presupuestos generales.

En cuanto al pago de los intereses, la agencia utiliza la relación pago de intereses/ingresos públicos, haciendo uso igualmente de una media de tres años.

Si utilizar datos que se remontan tan sólo tres años atrás en el cálculo de estos ratios es adecuado puede ser objeto de debate. Con períodos de crisis económica de bastantes años de duración, como la que vivimos actualmente, hacer uso de datos que no se remontan a períodos anteriores puede generar sesgo en los resultados. Si el motivo de análisis es evaluar la solvencia a largo plazo de un nivel de endeudamiento para un estado soberano concreto, el uso únicamente de datos recientes puede no ser la mejor opción. Si por el contrario, el motivo de estas relaciones fuera obtener una calificación respecto a la liquidez en el corto plazo, el uso de datos recientes puede estar más justificado.

Moody's

La agencia Moody's (2015) hace un uso similar a las anteriores de los factores fiscales ya presentados, analizando tanto la carga de la deuda como su asequibilidad.

La carga de la deuda utiliza como punto de partida la relación deuda pública/PIB. El nivel de endeudamiento de manera aislada no ayuda a distinguir posibles problemas y se enlaza con el PIB con este fin. También analizan la relación de deuda pública/ingresos públicos para disponer de una visión aproximada de la capacidad de pago de un estado soberano.

En cuanto a la asequibilidad de la deuda se utilizan las relaciones pago de intereses/ingresos públicos, indicando la capacidad de afrontar los pagos con los ingresos públicos, e intereses/PIB. Una carga elevada de intereses repercutirá negativamente en las inversiones públicas, en los presupuestos y pueden resultar en déficits fiscales.

Factores del endeudamiento

Este grupo de factores se va a componer de aquellos relacionados directamente con el endeudamiento. Anteriormente, hemos visto diversos ratios donde aparecen representados valores o elementos de la deuda pública o de sus intereses, pero su utilización en aquel momento tenía como finalidad evaluar otro aspecto de la economía o instituciones de país, como el desempeño fiscal, y no eran datos relacionados con el endeudamiento que se utilizaran para valorar el propio endeudamiento, si no para dotar de contexto y actuar como guía a la medición de aspectos fiscales.

En este momento entran en juego una serie de factores tratados de forma diferente por todas las agencias, pero que constituyen una parte integral de su metodología de calificación soberana y cuyo propósito es la valoración de los niveles de endeudamiento, necesidades de

financiación, los activos y pasivos financieros en el extranjero y todo lo relacionado directamente con el endeudamiento.

Endeudamiento externo neto y bruto

Uno de los elementos que llamaban la atención en la tabla comparativa presentada con anterioridad, era la diferente medida del endeudamiento externo, por parte de las agencias, a la hora de incorporarlo al proceso calificador. Standard & Poor's hacía uso del endeudamiento externo neto (aplicándole algunas modificaciones propias a su cálculo) y las agencias Fitch y Moody's utilizaban los valores brutos del endeudamiento externo.

Antes de todo es conveniente detallar en qué consiste cada uno:

- El endeudamiento externo bruto, según el Fondo Monetario Internacional, es la cantidad pendiente de reembolso en un determinado momento de los pasivos corrientes reales y no contingentes asumidos por residentes de una economía frente a no residentes con el compromiso de realizar en el futuro pagos de principal, intereses o ambos.
Este endeudamiento externo bruto, por tanto, sólo captura un lado de la exposición a los mercados de deuda internacionales.
- El endeudamiento externo neto, según Antonio Fatás (2010), es obtenido de sustraer los activos en deuda extranjera de los pasivos, proporcionando información adicional sobre la posición inversora internacional.

Las agencias Fitch y Moody's hacen uso del endeudamiento externo bruto en sus análisis. Fitch (2015) considera que el endeudamiento externo neto está más relacionado con la financiación presupuestaria en curso que con la sostenibilidad de la deuda y, por tanto, la calificación crediticia de un estado soberano. En opinión de esta agencia, el uso de los valores brutos es la medida más relevante y comprensible del endeudamiento soberano y aquellos que más se adecúan a análisis comparativos entre países. Las medidas de deuda pública neta, que incluye los activos y pasivos de todo el sector público, (como instituciones financieras propiedad del estado o controladas por él) pueden esconder el estado subyacente de las finanzas a largo plazo.

Standard & Poor's (2015) discrepa en este aspecto, haciendo uso del endeudamiento externo neto estrecho, llamado así por la agencia por ser más restrictivo con los activos. Su forma de calcularlo es la siguiente: parte del endeudamiento externo bruto y le resta las reservas oficiales y los activos líquidos de los sectores público y financiero.

Se utiliza este criterio por dos motivos:

- Los activos del sector financiero son generalmente más líquidos que aquellos de sectores no financieros.
- La mayoría de instituciones financieras gestionan tanto activos como pasivos externos, lo que no es el caso de muchas entidades privadas no financieras, las cuales principalmente o son poseedoras de activos o de pasivos.

Este uso estrecho del endeudamiento externo neto permite no tener en cuenta todos los activos en el exterior.

En nuestra opinión, dado que el endeudamiento externo neto tiene en cuenta tanto pasivos como activos, poner estos últimos en la balanza del cálculo podría ser arriesgado, ya que significa suponer que, en caso de gran necesidad nacional, de evento negativo extremo en el país... los activos financieros en el extranjero van a retornar al país para servir de ayuda o incluso permitir superar ese hipotético evento negativo. Pero lo cierto es que no tienen por qué retornar.

Las entidades privadas podrían no repatriar los activos en el exterior o incluso podrían transferir sus activos en el mercado doméstico a mercados extranjeros. Como este hipotético caso podría suceder, otorgar una calificación en base a unos elementos de activos que podrían no colaborar a satisfacer los pasivos va en contra del principio de prudencia.

Ahora bien, el uso ortodoxo del endeudamiento externo bruto tampoco parece lo más preciso a la hora de asignar una valoración a este factor, ya que existen activos que, en caso de escenario negativo, sí serían repatriados con la mayor celeridad: aquellos activos financieros en el exterior cuyo propietario es el estado, el sector público. La posibilidad de no retorno de estos activos en dicho escenario es cero ya que lo que está en peligro es su propia supervivencia, la del gobierno, la de las instituciones públicas. Por tanto estos activos públicos sí deberían incluirse en el proceso calificador de la deuda externa.

En esta situación, lo más adecuado parece ser dar una vuelta más al endeudamiento externo neto estrecho de Standard & Poor's, eliminando de su cálculo todos los activos en el extranjero en posesión del sector privado, aquellos que podrían no ser repatriados en el momento de mayor necesidad. Pero no sólo aquellos del sector privado no financiero, como valora esta agencia, sino también sustraer los activos del sector financiero. Como en este cálculo ya se tienen en cuenta los activos públicos en el extranjero y las reservas oficiales, esa modificación sería suficiente. El resultado sería una mayor estrechez al cálculo de Standard & Poor's.

Como manera de completar el uso de este indicador y tratar de alcanzar mayor perfeccionamiento, podrían tenerse en cuenta diversos elementos de ajuste que ayuden a determinar ese posible escenario de activos privados en el extranjero que no retornan y aportar una mayor información al respecto. Algunos de los ajustes que podrían incorporarse serían:

- En base a un registro de actuaciones pasadas en escenarios similares, si se produjo una repatriación de activos y de qué importancia. Aunque el comportamiento pasado no determina el comportamiento futuro, la presencia de determinados antecedentes puede ser una buena muestra informativa e incluso comprometer a estas entidades privadas a seguir los modos de actuación del pasado si estos tuvieron los resultados esperados.
- La autoridad pública, la regulación respecto a estos activos o respecto a los propietarios de los activos, pudiendo tener capacidad de forzar o propiciar su repatriación. O, de otro modo, impedir la salida de activos del mercado doméstico en determinados escenarios negativos, impidiendo que lo agraven.

Endeudamiento en moneda extranjera

Las tres agencias tienen en cuenta este tipo de endeudamiento en sus valoraciones. Además nos encontramos con total coincidencia en las tres en el modo de calcular su valor:

- Endeudamiento en moneda extranjera/total del endeudamiento

Es un factor cuya relevancia se encuentra en valorar la profundidad del mercado de capitales doméstico y el nivel de autosuficiencia para satisfacer las necesidades de endeudamiento de un estado soberano. Una situación en la que un país dependa mayoritariamente de financiación externa, en el caso que el resultado de este ratio fuera elevado, demostrará que su mercado doméstico no puede satisfacer esa necesidad.

Necesidad de financiación

Hablando de las necesidades de financiación, conviene resaltar que la incorporación de este factor a los análisis de la calificación crediticia soberana está incluido por la agencia Moody's de manera integral y por Standard & Poor's únicamente de forma parcial.

En su metodología, Moody's (2015) incluye el estudio de las necesidades de financiación como porcentaje del PIB, dentro del riesgo de liquidez gubernamental. Esta relación permite ver el tamaño de estas necesidades, mostrando el riesgo de liquidez cuanto mayor sea este ratio. Se tiene en cuenta también el endeudamiento público que mantienen no residentes por aportar información de interés para episodios de estrés en los mercados de capitales.

Por su parte, Standard & Poor's (2015), hace uso de la necesidad de financiación externa como un complemento a su valoración externa del riesgo soberano. Para su valoración parte del ratio deuda externa neta/balance por cuenta corriente, y lo compara mediante la tabla (Tabla 7.):

Tabla 7. Evaluación de las necesidades de financiación de la agencia Standard & Poor's

Necesidad de financiación externa

	<50%	50%-100%	101%-150%	>150%
<(50%)	1	1	1	2
(50%)-0%	1	1	2	3
1%-50%	1	2	3	4
51%-100%	2	3	4	5
101%-150%	3	4	5	5
151%-200%	4	5	5	6
>200%	5	6	6	6

Fuente: Standard & Poor's (2015)

Deuda externa neta/balance por cuenta corriente

Estrés del mercado de financiación

Por continuar directamente del indicador de las necesidades de financiación, de nuevo la agencia Moody's (2015) tiene en cuenta este otro factor, el estrés del mercado.

Un elevado estrés refleja un elevado riesgo de liquidez. Sus analistas recuerdan que en la crisis de la zona Euro, en la cual países con elevadas necesidades de financiación y una significativa dependencia de inversores extranjeros (vemos la complementariedad que este indicador consigue con los dos anteriores), estuvieron bajo mucha presión y esos episodios de agobio del mercado, aunque intermitentes, afectan a la solvencia de los países.

Este estrés puede ser mitigado con apoyo de otros países en acuerdos bilaterales o por organizaciones supranacionales como el FMI o MEDE (Mecanismo de Estabilidad Europea) aunque la experiencia de Moody's indica que llegados a este punto, significa que existe una debilidad significativa en los cimientos del propio endeudamiento y se acude a estas organizaciones como último recurso.

Activos financieros públicos

Indicador presente en las tres agencias, todas consideran que la existencia de activos financieros públicos supone un valor tanto para la solvencia a largo plazo como liquidez a corto plazo de un estado soberano.

Moody's (2015) reconoce la potencial reducción del endeudamiento por transacciones fiscales. La venta de activos públicos o su recolección para propósitos financieros domésticos son elementos de apoyo a las finanzas públicas. Sin embargo, diversos activos pueden ser muy poco líquidos o perder valor durante una crisis por lo que la naturaleza de los activos públicos se tiene en cuenta a la hora de realizar la calificación.

Fitch (2015) reconoce que la capacidad de una economía para sobreponerse a balances adversos reposa, en parte, en los activos públicos. En el aspecto externo, una acumulación de pasivos o una reducción de los activos afectarán negativamente a la posición inversora internacional, pudiendo proceder a un ajuste de la valoración.

Standard & Poor's (2015) comparte las conclusiones extraídas por las otras agencias respecto a este indicador y también incorpora elementos de ajuste a su valoración que tienen que ver con la posición inversora internacional, procediendo a aplicar un ajuste positivo cuando esta es fuerte comparada con la de otros países de similares características, o por el contrario un ajuste negativo cuando la posición inversora internacional es débil en comparación.

Relaciones de la deuda pública y su coste respecto al PIB

En el apartado de factores fiscales hemos visto como la agencia Moody's utiliza algunos ratios que situaban comparativamente la deuda pública y su coste con los ingresos públicos, como una manera de medir la efectividad y autosuficiente de la fiscalidad de un país respecto al cumplimiento de sus obligaciones financieras. Ahora, entre estos factores relacionados con el

endeudamiento se presentan dos ratios similares pero cuyo tratamiento por parte de la agencia es diferente:

- Deuda pública/PIB
- Intereses de la deuda pública/PIB

Estos ratios se toman en consideración en el proceso de evaluación como indicadores de los niveles de deuda pública y las cantidades de intereses correspondientes. Como medir estos términos en valores absolutos hace imposible una correcta comparación entre países y dar una valoración correcta, se utiliza el Producto Interior Bruto para posibilitar las comparaciones y valoraciones.

Interés externo

La agencia Fitch (2015) establece una diferenciación respecto al coste de la deuda, separando el interés externo del interno, permitiéndole aportar mayor conocimiento de vulnerabilidad externa o de dependencia externa respecto al endeudamiento. Conocer el vencimiento y estructura de la deuda en posesión de no residentes y de los niveles de intereses comprometidos por esa deuda adquiere importancia al estar situados fuera del mercado doméstico y añadiendo información sobre el peso que estos inversores extranjeros tienen en el endeudamiento público de un estado soberano y, de manera indirecta, información sobre el nivel de profundidad y capacidad de absorción de deuda que tiene el mercado doméstico.

La manera de calcularlo es a través de una media de tres años del interés externo medido como un porcentaje del balance por cuenta corriente.

Pasivos Contingentes

Los pasivos contingentes, Polackova (1999), son obligaciones fiscales que dependen de que se produzcan ciertos hechos, y que no se incluyen en los presupuestos ni en las cuentas. Existen de dos tipos: implícitos y explícitos.

- Los pasivos contingentes implícitos sólo se reconocen oficialmente después de presentarse el problema. Por ejemplo, incumplimiento de niveles inferiores del gobierno o quiebras en fondos de pensiones.
- Los pasivos contingentes explícitos son pagos que el Estado está obligado a realizar si se cumplen ciertos hechos. Por ejemplo, todo tipo de garantías del Estado tanto para inversiones privadas como contraídas en favor de la deuda de instituciones públicas inferiores.

Las tres principales agencias de calificación tienen en cuenta, en mayor o menor medida, los pasivos contingentes en sus análisis del riesgo soberano.

Standard & Poor's (2015) respecto a estos pasivos contingentes, obligaciones que tienen posibilidad de convertirse en deuda gubernamental, aclara a dificultad de su medición e identificación, por los hechos expuestos anteriormente, y su valoración es una estimación de los costes directos al gobierno en los que se podría incurrir debido a la mayor o menor probabilidad de que esos pasivos se materialicen. En sus análisis se tiene en cuenta como una

forma de advertir de un posible peligro, como una medición del riesgo y, debido a la necesaria estimación e imposibilidad de conseguir una conclusión totalmente objetiva o exacta, se presenta como un factor informativo.

Fitch (2015) en sus estudios puede incorporar pasivos contingentes tanto del Banco Central como de entidades financieras si juzga que esos pasivos tienen bastantes posibilidades de convertirse en una obligación financiera para el gobierno, de nuevo entrando en el terreno de las estimaciones. La diferencia que reconoce frente a la agencia anterior, es que sólo tiene en cuenta los pasivos contingentes explícitos, aquellos en los que hay una garantía del gobierno, por considerar que valorar los implícitos supone adentrarse demasiado en el terreno de la especulación. Fitch también resalta la dificultad de medición, debido a la miríada de formas que pueden tomar estos pasivos y la dificultad de proceder a una comparación entre países, por lo que en la valoración tiene en cuenta el tamaño del pasivo contingente explícito y la posibilidad, a su juicio, de que se materialice.

Moody's (2015) por su parte, encuadra a los pasivos contingentes dentro del riesgo del sector bancario. La valoración de estos pasivos se centra en identificarlos, tarea con bastante dificultad, estimar su tamaño y evaluar el riesgo de que se materialicen. Moody's, al igual que Fitch, centra sus esfuerzos en los pasivos contingentes explícitos, aquellos de los que existen garantías del gobierno, debido a que es la forma más común de que se presenten este tipo de pasivos. Sin embargo, la vigilancia de la agencia se extiende también a otros pasivos en los que el gobierno podría interesarse a apoyar para mantenerlos, particularmente en el sector bancario o en compañías relacionadas con el gobierno, o que mantenga una importante proporción de la mano de obra del país e interese mantenerla por motivos tanto económicos como sociales. La posibilidad de que estos pasivos contingentes se produzcan se ve afectada por dos factores: la calidad crediticia del banco o sociedad estratégica de la economía y la disposición del gobierno de apoyar a esas entidades en los momentos de presión.

8. CONCLUSIONES

A lo largo del presente documento hemos expuesto qué es el riesgo soberano, qué lo afecta o modifica, las diferentes metodologías de las tres principales agencias de calificación crediticia del mundo, los agentes empleados y realizado un recorrido por los factores utilizados en el desempeño de su evaluación del riesgo soberano. Todo esto nos ha permitido ser más conscientes de la complejidad de las tareas de dichas agencias y la importancia de estas para con los estados soberanos, los mercados de capitales y los inversores de todo el mundo.

Evaluar el desempeño de una economía, la adecuación y rectitud de sus instituciones, agentes sociales y gobierno entra, en ocasiones, en el mundo de la subjetividad. La incorporación de factores que dependen de un nivel determinado de estimación para hallar una conclusión al respecto, puede tener consecuencias severas en las políticas puestas en marcha por un estado soberano y afectar de una manera premeditada a la calificación, a la sostenibilidad del endeudamiento y, términos generales, a la adecuación de las políticas y reformas llevadas a cabo por un gobierno. Actuaciones pasadas cuestionadas por expertos, medios de comunicación e inversores causaron problemas y disfunciones en los resultados. Pero los cambios que se llevaron a cabo en la manera de actuar, en la forma de tratar con los agentes y de contrastar la información de unos y otros, en el aumento de precisión de diversos aspectos anteriormente más difusos y subjetivos, y la necesidad de reivindicar de nuevo su misión e importancia como informadores y analistas imparciales de los mercados internacionales, han propiciado cambios que garantizan la sostenibilidad, imparcialidad y profesionalidad de estas agencias. La actual metodología y tratamiento de factores, expuestos a lo largo de las anteriores páginas, son un reflejo de esta nueva forma de proceder.

Estas tres agencias, eludiendo las obvias diferencias que tienen de presentar los resultados o de asignación de letras en las calificaciones, tienen la capacidad de complementarse muy bien en sus informes y evaluaciones del riesgo soberano y calificación crediticia. Cada una es capaz, como realmente sucede, de otorgar una valoración diferente a un mismo país. El país es el mismo, su economía, instituciones, nivel de endeudamiento... es el mismo, pero las valoraciones intermedias y finales de las agencias difieren. ¿Significa eso que una acierta y dos se equivocan? ¿O que se equivocan las tres? Después de todo lo expuesto en este trabajo consideramos que la respuesta es no. Creo que, con sus diferencias, las tres realizan una valoración exhaustiva de la miríada de elementos que componen y afectan algo tan grande y complejo como es un país. Hemos visto diferencias en todas ellas tanto en sus métodos, manera de agrupar la información, de ir sumando calificaciones intermedias... como en los factores empleados y la relevancia otorgada a muchos de ellos. Es imposible que tras todo ello la calificación final coincida en las tres. Pero lo que una puede aportar cada, consigue proporcionar una información muy completa del riesgo soberano y de la sostenibilidad del endeudamiento. El informe final de cada agencia tiene vacíos, elementos que deberían haberse tenido en cuenta (ya hemos visto que no hay ninguna agencia que tenga presente todos los factores) por lo que por sí mismo no alcanza la perfección. Sin embargo, con la suma de los informes de las tres agencias, llegamos a un nivel de información máximo.

No podemos dejar de valorar que, por mucho que la cantidad y uso de factores objetivos, de tratamiento de datos puramente numéricos, componen la inmensa mayoría del proceso

calificador, quienes están detrás de las agencias y trabajando en ellas son personas. Cierta componente de subjetividad siempre va a existir mientras sean personas las que realicen el trabajo y tomen las decisiones. Que las diferencias metodológicas constituyen una causa principal de las diferencias en los informes y evaluaciones es evidente, pero igualmente influyente en esas diferencias son las distintas personas que trabajan en las agencias. El esfuerzo realizado para conseguir depender menos de la subjetividad ha sido satisfactorio a la vez que necesario, pero las personas nunca podrán desprenderse totalmente de ella.

Una de las principales aportaciones de este trabajo es que permite una comparación sintética de las metodologías y variables utilizadas en el análisis de riesgo país por las tres agencias de calificación de mayor prestigio mundial. El resultado ha sido recogido en una tabla que permite visualizar la información de forma sencilla. Cumplir este objetivo, sin embargo, no era suficiente en cuanto al nivel de profundidad y detalle deseado en el análisis de los factores, y de ahí la necesidad de adentrarse en una información tradicionalmente densa, llena de ratios y notas al margen y poder presentarla de una manera ordenada, facilitando las comparaciones entre agencias e incluyendo valoraciones personales, buscando profundidad y claridad con el objetivo de favorecer la lectura y entendimiento de lo expuesto.

Para finalizar creemos que este trabajo supone el punto de inicio de otros que vendrían después. Sin duda, la realización de un análisis numérico sobre la adecuación de factores, y la determinación de la mejor forma de ponderarlos, sería un esfuerzo interesante que permitiría obtener conclusiones útiles para futuros cambios en los procesos calificadores u ofrecer alternativas que perfeccionen los procesos actuales.

BIBLIOGRAFÍA

- BLÁZQUEZ, PILAR (2011): *“Alemania quiere liderar la agencia de rating europea”*, Diario Público
< <http://www.publico.es/actualidad/alemania-quiere-liderar-agencia-rating.html> >
- CHAMBERS, J.; ONTKO, J. y BEERS, D. (2011): *“Default, Transition and Recovery: Sovereign Defaults and Rating Transition Data (2010 update)”*, Standard&Poor’s Ratings Direct
<https://www.standardandpoors.com/ja_JP/delegate/getPDF?articleId=1498474&type=COMMENTS&subType= >
- DAPENA, JOSÉ PABLO (2005): *“Relación entre volatilidad de tasas de crecimiento del producto y la volatilidad en el precio del stock de capital y su impacto en el nivel de inversión agregada de la economía”*, Universidad del CEMA
- DÍAZ , S.; GALLEGO, A.; NEUS, C. y SALA, P. (2008): *“Riesgo país en mercados emergentes”*, Universitat Pompeu Fabra
- FATÁS, ANTONIO (2010): *“Gross Debt, Net Debt (and future debt)”*, Wallstreetpit
< <http://wallstreetpit.com/21762-gross-debt-net-debt-and-future-debt/> >
- FITCHRATINGS (2015). <https://www.fitchratings.com>. Datos obtenidos el 20 de febrero de 2016.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2003): *“Estadísticas de la deuda externa: guía para compiladores”*
< <https://www.imf.org/external/pubs/ft/eds/esl/Guide/pdf/file2.pdf> >
- GARCÍA, S. y VICÉNS, J. (2006): *“Factores condicionantes en la medición del Riesgo Soberano en los países emergentes”*, *Estudios de economía aplicada* vol. 24-1, 559-581
- GONZÁLEZ-PÁRAMO, JOSÉ MANUEL (2013): *“El riesgo soberano en la eurozona: raíces, efecto contagio y el papel de la política monetaria”*. En LUCENA, M. y REPULLO, R.: *Ensayos sobre economía y política económica, homenaje a Julio Segura*, 259-280
- LÓPEZ DOMÍNGUEZ, IGNACIO: *“Agencia de Calificación”*, Diario Expansión
< <http://www.expansion.com/diccionario-economico/agencia-de-calificacion.html> >
- MACHINEA, JOSÉ LUIS (2009): *“La crisis financiera internacional: su naturaleza y los desafíos de política económica”*, *Revista Cepal* nº 97, 33-56
- MOODY’S (2008): *“Sovereign Defaults and Interference: Perspectives on government risks”*, Moody’s Investors Service
< <https://www.moodys.com/sites/products/DefaultResearch/2007100000522782.pdf>>
- MOODYS (2015). <https://www.moodys.com>. Datos obtenidos el 7 de febrero de 2016.
- PAÚL GUTIÉRREZ, JESÚS (2005): *“El saldo de la balanza por cuenta corriente: ¿objetivo de la política económica?”*, *Boletín ICE económico* nº 2855, 41-57
- PENA, ALEJANDRO (2002): *“La clasificación del Riesgo Soberano. Análisis de sus determinantes”*, *Revista de economía segunda época* nº 2, 123-160
- PINKES, K. (1997): *“The function of rating in capital markets”*, Moody’s Investor Service Global Credit Research
- POLACKOVA, HANA (1999): *“Pasivos contingentes del Estado. Un riesgo fiscal oculto”*, *Finanzas & Desarrollo* vol. 36, 46-49

STANDARDANDPOORS (2015). <https://www.standardandpoors.com>. Datos obtenidos el 7 de febrero de 2016.

VINOD, THOMAS (2002): *“La calidad del crecimiento”*, Pan American Health Organization