

## **METODOLOGÍAS DE VALORACIÓN DEL RIESGO PAÍS EN LA INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA: ¿QUÉ RIESGOS COMPORTAN?**

### **COUNTRY RISK ASSESSMENT METHODOLOGIES: HOW RISKY ARE THEY?**

**NOEMI DANS**

Departamento de Economía Aplicada V  
Universidad Complutense de Madrid  
noemidans@gmail.com

Fecha de recepción: mayo de 2014

Fecha de aceptación: marzo de 2015

#### **RESUMEN**

Impredecible, subjetivo, escurridizo y difícil de encerrar en modelos formales son algunos calificativos que expertos analistas han atribuido al riesgo país. Estos rasgos no sorprenden si tenemos en cuenta que el riesgo país emana de la esfera política y pone de manifiesto toda la complejidad de la realidad sociopolítica, económica y financiera de un país. El riesgo país en el comercio internacional se circunscribe a la insolvencia que esa realidad compleja pueda ocasionar al estado o a una firma que opere en el país. En cambio, en las operaciones de inversión extranjera directa los riesgos están relacionados con las pérdidas que pudiera generar al inversor, minorando sus derechos de propiedad, dañando sus activos o mermando su actividad. La valoración del riesgo país es imprescindible para las empresas, a la hora de tomar decisiones de internacionalización, y para los países, en el diseño de su estrategia de desarrollo. Ahora bien, a la vista de la complejidad que entraña el análisis del contexto sociopolítico y su impacto en la economía, ¿cuál es la metodología más adecuada para valorarlo? ¿Son suficientes los modelos econométricos? Este artículo examina y analiza varias metodologías de análisis y da respuesta a estas preguntas.

**Palabras clave:** Inversión extranjera directa, valoración de riesgos, riesgo país.

#### **ABSTRACT**

Unpredictable, subjective, elusive and difficult to lock in formal models are some adjectives that expert analysts have attributed the country risk. These traits are not surprising considering that behind the political risk is the complexity of the socio-political, economic and financial reality. Country risk in international trade affects solvency whereas in FDI is related to the losses caused by deprivation of property rights, cessation of activities or damage to assets. The country risk assessment is essential for multinational companies and for countries in the design of their development strategy. However, in view of its complexity, what is

the most appropriate methodology for this kind of risk? Are econometric models appropriate? This article reviews and discusses various analysis methodologies and responds to these questions.

**Keywords:** Foreign direct investment, risk assessment, country risk.

**JEL:** F23

## INTRODUCCIÓN

Un buen número de investigaciones sobre el riesgo país al que se exponen las empresas en su actividad internacional ha estudiado el efecto de este en las decisiones de inversión, utilizando como variables el número de inversiones o el valor de la inversión extranjera directa (IED) según países y períodos. Otras investigaciones, en cambio, estudian la relación entre los eventos de riesgo y sus causas, sin analizar cómo estos afectan a las decisiones de inversión de las empresas multinacionales (EMN). Estudios como el de MIGA (*Multilateral Investment Guarantee Agency*, 2011) sobre la relación entre el tipo de régimen político y la probabilidad de que exista una disputa entre inversor y gobierno local o como el de Li (2009), que explica los factores que provocan las decisiones de expropiación, son ejemplos de estas últimas. Existen mecanismos de transferencia y de mitigación del riesgo país, tales como la contratación de un seguro, que hacen que las decisiones de inversión no estén necesariamente relacionadas con el nivel de riesgo. Además, incluso siendo éste elevado, las EMN expanden su actividad internacional motivadas por razones más poderosas que el riesgo, como el tamaño del mercado o las ventajas comparativas en los costes de producción. Así pues, para no perder objetividad y rigor, los modelos de análisis del riesgo país deben estudiar los fenómenos que están asociados a cada uno de los eventos de riesgo, independientemente de la decisión final sobre invertir o no. Los datos sobre número de operaciones o sobre el valor de la IED deben utilizarse teniendo en cuenta que la inversión extranjera no depende únicamente del riesgo país y que, en lo que a estos se refiere, las EMN cuentan con recursos para gestionar sus consecuencias.

Una de las mejores caracterizaciones del riesgo país es la de David James, citada en Gordon (2008): “El riesgo político es humano, subjetivo, severo e impredecible” y la de Vilariño (2001), “El riesgo es un concepto difícil, escurridizo, que se resiste a ser encerrado en modelos formales (...)”. No es sorprendente esta dificultad si pensamos que detrás de los riesgos se encuentra toda la complejidad de la realidad económica y financiera. Las valoraciones de riesgo no pueden aspirar a ser una predicción de lo que va a ocurrir en la esfera sociopolítica de un país sino un mero instrumento para poner de manifiesto la incertidumbre que rodea a los eventos futuros. Acontecimientos como las revoluciones en Irán o Nicaragua en los años 70 del siglo XX, la apertura del antiguo bloque comunista a la inversión extranjera y las represiones sociales bajo regímenes dictatoriales en Latinoamérica están entre las manifestaciones de riesgo político que dieron lugar al inicio de

*Dans, Noemi*, Metodologías de valoración del riesgo país en la inversión extranjera directa: ¿Qué riesgos comportan?

estudios de valoración del impacto sobre la IED y al nacimiento de la industria aseguradora de este tipo de riesgos.

Existen varias metodologías para analizar riesgos. En las reflexiones anteriores se han planteado las dificultades que inciden en la tarea de la valorar este tipo de riesgo, dificultades que se derivan de la complejidad de los factores que lo ocasionan. En el origen del riesgo país hay factores cualitativos, como las características del contexto social o el entorno político. En estas dos dimensiones encontramos elementos como las motivaciones de un grupo social para alzarse contra el poder político, su capacidad operativa para hacerlo, la legitimidad de un régimen o el impacto en la sociedad de políticas económicas de extrema austeridad. Pero también están en origen del riesgo país factores cuantitativos, como los desequilibrios macroeconómicos, las bajas tasas de crecimiento o la desigualdad en la distribución de la renta. Así pues, ante esta complejidad ¿son válidas para el análisis del riesgo país las metodologías que suelen utilizarse para la medición de riesgos en economía? Es muy probable que, ante un objeto de estudio en el que interaccionan variables sociopolíticas y económicas, ninguna sea adecuada para el riesgo país.

Este estudio se propone dar respuesta a esa pregunta y averiguar si alguna de las metodologías que suelen utilizarse para la valoración de riesgos es apropiada para el riesgo país. En los epígrafes 2 a 5 se describen las más utilizadas y se analizan sus ventajas e inconvenientes desde el punto de vista del riesgo país. Posteriormente se hace una valoración global con la que se concluye que, efectivamente, ninguna metodología es, por sí sola, válida para valorar el riesgo país. Por último, se proponen dos métodos cuya combinación permite compaginar técnicas de análisis cualitativo y de análisis cuantitativo. Esta combinación aporta el mayor rigor posible al estudio de las causas que originan pérdidas a las empresas derivadas del entorno sociopolítico y macroeconómico.

## **1. ANÁLISIS CUALITATIVO COLECTIVO**

El método más utilizado dentro de esta modalidad es la técnica Delphi, que se basa en la agregación de numerosas valoraciones de expertos conocedores del país y de directivos de EMN con amplia experiencia en el mercado. Resulta interesante comparar los resultados de varios estudios publicados hace cuatro décadas por el Instituto de Tecnología de Massachussets (Hymer, 1960) y los que ha realizado actualmente la Agencia Multilateral de Garantías para las Inversiones del Banco Mundial (MIGA, por sus siglas en inglés) en colaboración con el *Economist Intelligence Unit* (EIU por sus siglas en inglés), publicados en MIGA (2011). En los primeros, los encuestados apuntaban a la inestabilidad política como uno de los principales condicionantes de la IED, a la vez que reconocían que no disponían de análisis rigurosos sobre el contexto político y su posible efecto en las firmas que dirigían. Su percepción del riesgo estaba asociada a la inestabilidad política y económica; era la estabilidad la que generaba mayores previsiones de beneficios y favorecía las decisiones de inversión. Curiosamente, los entrevistados definían riesgo como ignorancia sobre los acontecimientos futuros y no como la pérdida que les pudiera

*Dans, Noemi*, Metodologías de valoración del riesgo país en la inversión extranjera directa: ¿Qué riesgos comportan?

ocasionar, lo que nos lleva a pensar que quizá lo que valoraran en la encuesta fuese la ignorancia. En otra encuesta realizada a 212 firmas Estadounidenses instaladas en Latinoamérica en la década de los 70, el 88% señalaron a la política económica como un factor influyente en sus negocios; el 86%, a la inestabilidad política y el 65%, a la hostilidad hacia la inversión extranjera. Todas las encuestas coincidían en dos conclusiones que constituyen una interesante paradoja de aquellos tiempos: primero, en la percepción de la inestabilidad política del país receptor como el factor más influyente en la rentabilidad de las filiales en el extranjero y, segundo, en la ausencia de estudios suficientemente esclarecedores sobre el contexto político a la hora de tomar las decisiones de inversión.

Hoy por hoy, un estudio basado en una encuesta diseñada según el modelo Delphi permite obtener mucha más información relativa a la valoración del riesgo país. Una gran ventaja de este tipo de análisis es que, si el estudio se define de manera que la composición industrial y geográfica de las respuestas represente la composición real de los flujos de IED, la información que se obtiene es bastante útil. Además, habida cuenta de que se trata de las entidades que ya están expuestas a los riesgos que se quieren valorar y que disponen información directa sobre eventos acaecidos en cada una de las modalidades de riesgo, su percepción in situ del entorno sociopolítico constituye una fuente de información empírica rigurosa. El estudio de MIGA y EIU (MIGA 2011) consiste en 20 preguntas con respuestas múltiples contestadas por 316 ejecutivos de EMN de países OCDE instaladas en países no OCDE. La encuesta se realiza en 2011, un contexto de crisis económica en su cuarto año consecutivo marcado por severos programas de recorte de gasto en los países desarrollados, por crisis bancarias y de deuda soberana en la Unión Europea y por las revoluciones de la primavera árabe. En este contexto, el riesgo país ha dejado de ser exclusivo de países en desarrollo o emergentes y es ahora también inherente a muchas economías de la OCDE. La información obtenida en la encuesta se resume a continuación.

La cuarta parte de las EMN encuestadas tenía previsto aumentar en más de un 20% sus inversiones en el exterior en 2012 y un tercio lo haría en los tres años siguientes. Paradójicamente, esas mismas empresas informan de un creciente número de expropiaciones y del aumento de los requisitos de desempeño para la inversión directa, como resultado de las reivindicaciones sociales y de un mayor empoderamiento de los intereses locales. Casi el 33% de los 149 cambios en la legislación registrados en 2010 que implicaban a la inversión extranjera eran restrictivos y encaminados a un mayor control sobre las firmas. Hace una década, sólo el 2% de los cambios legislativos restringía la actividad foránea.

Los principales escollos a corto plazo para los proyectos de IED percibidos por las empresas encuestadas son la inestabilidad macroeconómica y el acceso a la financiación. A un plazo de tres años, el más importante es el riesgo político<sup>1</sup>,

---

<sup>1</sup> El riesgo macroeconómico no forma parte de los riesgos políticos según la definición de MIGA (2011), que incluye el riesgo de incumplimiento de contratos, cambios legislativos adversos, expropiación, impago de

*Dans, Noemi*, Metodologías de valoración del riesgo país en la inversión extranjera directa: ¿Qué riesgos comportan?

como resultado de un aumento de acciones gubernamentales en respuesta a la crisis económica. Los riesgos políticos percibidos más importantes son, por este orden: cambios legislativos adversos (más de la mitad), incumplimiento de contratos, restricciones a la transferencia y convertibilidad de divisa, violencia política, impago de deuda, expropiaciones y guerra. Pese a todo lo anterior, más de la mitad de las firmas afectadas mantuvieron sus inversiones y sus estrategias futuras. Menos del 5% retiró inversiones previamente realizadas. Esto fue así cualesquiera fueran las modalidades de riesgo que les causaron pérdidas, excepto en la categoría de incumplimiento de contratos, que provocó desinversiones en el 10% de las firmas afectadas. En cambio, en lo que a cancelación de proyectos e futuro se refiere, el 10% y el 15% de las EMN decidió cancelarlos, fundamentalmente debido a cambios legislativos adversos. Hay un último dato significativo: la proporción de firmas que decidieron aumentar sus planes de inversión es menos del 3%, la mitad de las que decidieron retirarse.

La reacción de las EMN a los riesgos derivados de la primavera árabe en la región del norte de África y Oriente Medio ha sido significativa: casi un tercio ha mantenido sus planes de inversión frente al 23% que los ha pospuesto y el 18% que los ha replanteado. Tan sólo un 11% los ha cancelado y menos del 5% ha desinvertido, como es el caso de *Conoco Phillips*, *Hess Corporation*, *Marathon Oil*, y *Occidental Petroleum* en Libia. Más de la mitad prevé un aumento de todos los riesgos en esta zona y más del 20% califican ese aumento de elevado. La percepción es más grave para el riesgo de desestabilización social, cuyo crecimiento merece el calificativo de notable por parte de la mitad de los encuestados. Esto pone de manifiesto el aspecto con el que iniciábamos este capítulo sobre el efecto relativo de los riesgos en las decisiones de inversión, en las que también juegan un papel importante otros factores relacionados con la oportunidad de negocio.

El sondeo planteó a las EMN distintos escenarios sociopolíticos posibles para los próximos años en los países de norte de África y oriente medio, combinando inestabilidad y estabilidad política así como régimen democrático y autoritario. La pregunta versó sobre cómo cambiarían sus decisiones de inversión en cada uno de ellos. Algo más de la mitad se mostraban dispuestos a invertir en la zona en un contexto de estabilidad democrática pero retirarían inversiones en caso de democracias inestables. Sólo 8% de firmas invertirían en este último escenario. Los inversores reaccionan peor ante democracias inestables (más de un 20% disminuiría notablemente sus inversiones) que ante autocracias estables (menos de un 10%).

Este estudio también permitió extraer conclusiones al respecto del riesgo de contagio geopolítico. La agitación en el mundo árabe no ha modificado sustancialmente los planes en otras áreas geográficas de más de la mitad de los inversores encuestados. Menos de un 10% ha cancelado inversiones o planes de inversión en otros mercados emergentes, mientras que entre el 10%

---

deuda asociada a proyectos de inversión, restricciones a la transferencia y convertibilidad de divisas, desestabilización social, terrorismo, guerra. Estos tres últimos conforman la categoría de violencia política.

*Dans, Noemi*, Metodologías de valoración del riesgo país en la inversión extranjera directa: ¿Qué riesgos comportan?

y el 15% está replanteándose los proyectos o buscando activamente otros nuevos.

Los autores que han diseñado esta encuesta son expertos aseguradores de riesgo país, aspecto que se refleja en la precisión de las preguntas y en la calidad de la información que se extrae de ellas. Esto permite obtener conclusiones precisas. Ahora bien, el carácter de aseguradoras les convierte en parte interesada en la obtención de determinados resultados de la encuesta. La probabilidad de haber incurrido en sesgo muestral es alta, y esto restaría rigor a los resultados. Si bien es aconsejable que los diseñadores de este tipo de estudios sean expertos conocedores del campo que están investigando, también lo es que sean parte desinteresada. Otra debilidad de esta metodología consiste en que se indica que el número de encuestados es 316 ejecutivos pero no se informa de cuantas firmas distintas ni de la proporción que el número de firmas supone sobre el total de EMN. Por lo tanto, desconocemos la medida del error estadístico. Pudiera ocurrir que la muestra no sea representativa, lo cual restaría significado a las conclusiones. También es importante señalar que el análisis no especifica si se requiere a los encuestados que respondan sobre sus planes de inversión citándose al impacto de los riesgos que se quieren valorar, de manera que podríamos establecer una relación directa entre las decisiones de inversión y la percepción de los riesgos, o por el contrario, sus respuestas reflejan cualesquiera aspectos relacionados con las decisiones de inversión (operativos, estratégicos, de mercado etc.), en cuyo caso el estudio pierde relevancia desde el punto de vista del riesgo político a pesar de ser los encuestados legítimos opinantes, dada su amplia actividad inversora. Por último, en 2011 los acontecimientos económicos, políticos y sociales han sido muchos y han provocado cambios importantes a gran velocidad. La recopilación de las respuestas en una encuesta de este tipo requiere tiempo y se corre el riesgo de que la velocidad de los cambios supere a la de las respuestas, pudiendo quedar estas desactualizadas antes incluso de su tratamiento estadístico.

## 2. ANÁLISIS CUALITATIVO INDIVIDUAL

El modelo de análisis del riesgo país de la agencia española de seguros de crédito a la exportación, CESCE<sup>2</sup>, es un ejemplo de esta metodología de análisis. El objetivo esencial de los estudios de CESCE es valorar la capacidad de pago del sector público y de las entidades privadas que operan en un país, con el fin de valorar el riesgo de crédito. Este nivel de riesgo es determinante para el cálculo del precio del seguro de crédito en las operaciones de exportación. Para ello, analiza i) el riesgo soberano o de impago de comprador público, ii) los de transferencia y convertibilidad de divisas destinadas al pago de importaciones y iii) el riesgo de guerra y violencia política y su impacto en la solvencia. Pero además de la cobertura de los riesgos de impago, CESCE ofrece también cobertura para los riesgos asociados a la inversión directa y, por lo tanto, necesita determinar el nivel de riesgo de expropiación, nacionalización y confiscación (CEN); el riesgo de pérdida para inversores

---

<sup>2</sup> Compañía Española de Seguros de Crédito a la Exportación, S.A. o por su denominación comercial, CESCE, Seguros de Crédito, S.A.

*Dans, Noemi*, Metodologías de valoración del riesgo país en la inversión extranjera directa: ¿Qué riesgos comportan?

españoles por guerra o violencia política en el país receptor; el de transferencia y convertibilidad de divisas para la repatriación de beneficios o capitales desinvertidos y el de incumplimiento de contratos.

Las únicas modalidades de riesgo país cuya valoración es válida para los dos tipos de operaciones, comercio e inversión directa, son las restricciones a la convertibilidad y el riesgo de tipo de cambio. Este último no está incluido dentro del esquema de coberturas de CESCE, por lo que queda excluido de su metodología. Sus estudios para la inversión directa toman como punto de partida la valoración del riesgo político para operaciones de crédito. En el caso del riesgo de transferencia, CESCE completa el análisis desde la perspectiva de la IED aumentando, disminuyendo o manteniendo el nivel de riesgo que se obtuvo para las operaciones de crédito. Para los riesgos de guerra o violencia política, confiscación expropiación o nacionalización e incumplimiento de contratos determinan si el nivel de riesgo desde el prisma inversor es alto, medio o bajo.

Se trata de estudios específicos elaborados ad hoc para cada operación de inversión directa.

Para todo lo anterior cuentan con una fuente privilegiada que les proporciona la evidencia empírica del comportamiento pagador del país: su propia experiencia como aseguradora de los riesgos durante más de cincuenta años. El análisis consiste en una argumentación basada en datos sobre la incidencia que tienen en la capacidad de pago del país los siguientes factores:

- i) Políticos, sociales y culturales;
- ii) Estructura económica;
- iii) Coyuntura económica;
- iv) Capacidad de pago exterior y experiencia en comportamiento en pagos.

Como se ha señalado antes, la valoración del riesgo de crédito resultante de todo lo anterior se modifica en función del resultado del análisis realizado desde el prisma inversor, para lo que se tienen en cuenta los siguientes factores.

En lo que respecta a los riesgos inherentes a la inversión directa, algunos factores importantes para la valoración del riesgo son la independencia y funcionamiento del poder judicial, la existencia o no de un Acuerdo de Protección Recíproca de Inversiones firmado con España, elementos culturales y actitud social hacia la IED y hacia el mundo occidental así como cuestiones extraordinarias bilaterales. También son relevantes el sector de producción en el que opera la firma extranjera, el régimen legal del derecho de propiedad, la posibilidad de revisar los procesos privatizadores, el régimen político y su grado de maduración, el funcionamiento de las instituciones, la tradición de gobernabilidad y la relación de las autoridades locales con la autoridad central, entre otros.

El análisis de la violencia política en la inversión directa requiere un estudio específico atendiendo a la zona geográfica donde se ubica el proyecto y al sector productivo en el que opera. Desde esa perspectiva se analizan los

*Dans, Noemi*, Metodologías de valoración del riesgo país en la inversión extranjera directa: ¿Qué riesgos comportan?

conflictos regionales, como los del Estado de Chiapas en México o el de Chechenia en Rusia; las disputas regionales, como la de Cachemira entre India y Paquistán; la existencia y grado de influencia de movimientos nacionalistas, fundamentalistas, étnicos, etc.; posibles conflictos sociales no resueltos, tales como la reforma de la propiedad de la tierra o los reconocimientos de derechos indígenas, etc., así como el grado de influencia de los colectivos afectados.

Para realizar estos estudios CESCE utiliza fundamentalmente datos del FMI y Banco Mundial, Club de París, Oficinas Comerciales de las Embajadas de España, *Economist Intelligence Unit*, *Institute of International Finance*, Oxford Analítica y la prensa económica y financiera internacional, entre otros.

Esta metodología permite conocer un mercado en profundidad con la seguridad de poder analizar con precisión el impacto en la capacidad de pago de todos los aspectos cualitativos, sin necesidad de cuantificarlos. También proporciona al usuario de los estudios mucha información cualitativa que puede ser útil más allá de la mera valoración del riesgo político. Por otro lado, utilizado en un procedimiento operativo como el descrito, este método combina el estudio detallado de un país por parte de un técnico cualificado, a menudo altamente especializado en ese mercado, con el conocimiento general del mapa mundial de riesgo país por parte de todo el equipo de analistas. Esto permite contrastar las conclusiones y hacer un análisis comparativo que aporta rigor a las valoraciones de riesgo. Hay que tener en cuenta que, en lo que a riesgo país se refiere, y a diferencia de otros tipos de riesgo como los de accidentes de automóviles, las calificaciones de riesgo se otorgan a menudo sin disponer de series de datos de impagos suficientemente amplias sobre eventos ocurridos realmente. Por este motivo, para algunos países los niveles de riesgo político cobran sentido en una escala ordinal, no cardinal, de forma que una calificación de 5 indica mayor riesgo que 4 y menor riesgo que 6. Esta valoración ordinal de los riesgos es la más adecuada para esta metodología, que es puramente cualitativa.

No obstante lo anterior, si bien la solvencia de las fuentes utilizadas en el análisis aporta calidad a los estudios, su utilización y su interpretación están sujetas al grado de cualificación del analista, aspecto que tiene enorme peso en este tipo de análisis. Además, la capacidad de análisis debe ser alta en todos los analistas pues de lo contrario la posibilidad de mantener un mapa global de riesgos riguroso se vería mermada. Esto convertiría la virtud del análisis cualificado en desventaja, o el punto fuerte en punto débil. Por último, desde el punto de vista del usuario de las valoraciones, si consulta análisis de otros autores basados en este mismo método sobre un mismo país, nada garantiza la consistencia entre ellas, lo que puede provocar confusión.

### **3. ANÁLISIS CUALITATIVO INDIVIDUAL ESTRUCTURADO**

Para solventar estas vulnerabilidades propias de los análisis cualitativos puros se utilizan los modelos estructurados. En ellos se define una serie de rangos de puntuación para cada magnitud que se quiere analizar, en función de las

Dans, Noemi, Metodologías de valoración del riesgo país en la inversión extranjera directa: ¿Qué riesgos comportan?

distintas características que puede presentar incluidas las de carácter cualitativo.

Esto permite ubicar en cada rango las características y las circunstancias que presente cada país, con el objetivo de ir asignando puntuaciones. Finalmente, estas se agregan para generar una calificación global del riesgo.

La agencia de calificaciones de riesgo *Standard & Poor's* utiliza esta metodología para elaborar su calificación del riesgo soberano (*Standard & Poor's*, 2011).

Si bien no hacen una valoración específica para el riesgo político en la inversión directa, los eventos relacionados con la violencia política o guerra y el riesgo de transferencia y convertibilidad sí están incluidos en su análisis. Y su ejemplo es válido para analizar este tipo de metodología aunque no todos los eventos de riesgo coincidan exactamente con los de este estudio.

Según *Standard & Poor's* el riesgo de crédito soberano se compone de los factores relacionados en la tabla 1.

Tabla 1: Factores determinantes del riesgo soberano según *Standard & Poor's* (2011) y epígrafe en el que estudian y valoran cada uno de ellos.

Factores	Epígrafe
Eficiencia institucional y riesgo político	Puntuación política
Estructura económica	Puntuación económica
Liquidez externa y posición inversora	Puntuación externa
Flexibilidad, comportamiento fiscal y deudor	Puntuación fiscal
Flexibilidad monetaria	Puntuación monetaria

Fuente: *Standard & Poor's* (2011)

Las puntuaciones que reflejan cada conjunto de factores se obtienen de una serie de indicadores cuantitativos y cualitativos que se describen más abajo. Posteriormente se combinan la puntuación política y la económica para obtener el perfil político y económico del país y las puntuaciones externa, fiscal y monetaria para obtener el perfil de flexibilidad y comportamiento. Por último, la combinación de estos dos perfiles constituye la calificación de la deuda soberana en divisa. La calificación de la deuda soberana en divisa se somete a un ajuste de hasta dos puntos con el fin de obtener la calificación de la deuda soberana en moneda local, en virtud de la capacidad de los gobiernos para

gestionar el nivel de solvencia en moneda local a través de la política monetaria.

Otros ajustes adicionales se realizan si el país cumple una o dos de los que ellos llaman factores extraordinarios, que pueden aumentar o disminuir el nivel de solvencia incluso si los factores ordinarios se mantienen invariables. Se trata de indicadores comparativos que ponen en relación una magnitud del país con otro valor de referencia, es decir, que tienen en cuenta la posición relativa del resto de los países<sup>3</sup>. Los factores extraordinarios que restan solvencia son: i) la necesidad extrema de financiación externa, ii) una posición fiscal extremadamente débil, iii) la coexistencia de riesgos políticos y niveles de deuda elevados y iv) situaciones de guerra o de catástrofe natural. Por el contrario, los factores que añaden solvencia son i) gobiernos con amplia disponibilidad de activos líquidos, en comparación con países con niveles de solvencia similares y ii) posiciones de deuda favorables como resultado de procesos de refinanciación. El objetivo de tener en cuenta la posición relativa de los países podría ser establecer mecanismos de control para mantener la coherencia del conjunto de las calificaciones. Si es así, sería más conveniente calcular la posición relativa con respecto a valores fijos, o anclajes, pues haciéndolo con valores cambiantes podría ocurrir que estos también se hayan modificado, lo que no variaría la posición relativa de un país en el conjunto pero sí podría haber variado el valor del riesgo en términos absolutos.

Volviendo a los indicadores de cada epígrafe de puntuación, o a los factores que podemos llamar ordinarios, esta fuente utiliza los siguientes:

1. Puntuación política.

Evalúa la calidad de la política económica en función de su capacidad para garantizar el crecimiento y el equilibrio macroeconómico. Se trata también del grado en el que la política económica es predecible gracias a la estabilidad política, la transparencia y responsabilidad de las instituciones y la capacidad para implementar reformas. También influyen el funcionamiento de la división de poderes, los niveles de corrupción, las garantías en la aplicación y cumplimiento de las leyes y la fiabilidad de los datos oficiales. Aspectos como el comportamiento pagador del país, el riesgo de guerra o el impacto positivo de la intervención de un organismo externo en la política económica también se incluyen en este apartado.

El rango de valores va de 1, mejor puntuación, a 6, peor. Se trata de un análisis básicamente cualitativo que se completa con los indicadores *Doing Business* y *Worldwide Governance Indicators* del Banco Mundial, Desarrollo Humano de Naciones Unidas, Índice de Percepción de la Corrupción de Transparencia Internacional y con los informes sobre Observancia de Normas y Códigos del Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional.

2. Puntuación económica.

Los tres factores de este componente son el nivel de ingreso, las perspectivas de crecimiento y la volatilidad asociada al grado de diversificación de la económica. La puntuación inicial es el resultado del valor del PIB per capita en dólares estadounidenses, que se situará en un de los seis rangos posibles siendo el 1 el correspondiente a valores superiores

<sup>3</sup> Puede ser la media general en países comparables o el siguiente valor más débil o fuerte del rango general.

a 35.000 \$ USA y el 6, a valores inferiores a 1.000 \$ USA. Esa puntuación puede sufrir un ajuste positivo de un punto en países cuya moneda está infravalorada, reflejando un grado de prosperidad inferior al real<sup>4</sup> y en los países con unas previsiones de crecimiento muy por encima<sup>5</sup> de la media de los valores de su grupo. Paralelamente, el ajuste negativo de un punto se aplica en casos de moneda sobrevalorada en países con crecimiento económico previsto muy por debajo de la media de los valores de su grupo. También merecen idéntico ajuste las economías cuyo crecimiento refleja fundamentalmente un alza en los precios y un aumento del crédito al sector privado, con riesgo de tratarse de burbujas de activos originadas por un exceso de crédito. Lo mismo ocurre con las economías que se sitúen en los grupos 1 a 4 según el PIB per capita y que sean vulnerables a desastres naturales, condiciones climatológicas o en las que una única industria cíclica represente más del 20% del PIB. Sin embargo, este último ajuste no se aplica en los casos en los activos públicos líquidos superen el 50% del PIB.

### 3. Puntuación externa.

Se puntúa de 1 a 6 la mayor o menor capacidad de la economía para generar ingresos en divisas que permitan atender a sus obligaciones de pago a no residentes. Se basa en tres factores: el estatus de la moneda del país, su posición de liquidez y su posición deudora. Los países con moneda de reserva adquieren la mejor de las dos categorías de las que consta el primer factor, teniendo en cuenta que sólo Alemania y Francia son merecedoras de esta puntuación dentro de la zona euro. La razón es que, debido a su aportación al PIB europeo, es poco probable que el BCE desarrolle una política monetaria contraria a sus intereses. Los países con moneda convertible y el resto de miembros de la zona euro se clasifican en la segunda categoría. Para completar la puntuación externa de países con moneda de reserva o convertible sólo se añade el análisis de la posición deudora, medida como la relación entre la deuda externa (neta de activos externos líquidos)<sup>6</sup> y los ingresos corrientes de balanza de pagos y calculada para el año en curso y los tres años siguientes. El resto de países del mundo pasan por un filtro de posición de liquidez, medida por la relación entre las necesidades de financiación<sup>7</sup> y la suma de ingresos corrientes de balanza de pagos y reservas de divisas. Como resultado de lo anterior, se obtiene la matriz de puntuaciones de la tabla 2:

---

<sup>4</sup> Países con amplios superávits exteriores y elevada acumulación de reservas de divisas en un sistema cambiario intervenido, por ejemplo.

<sup>5</sup> La versión publicada de la metodología de S&P no especifica a cuanto se refieren con “muy por encima”.

<sup>6</sup> Los activos líquidos externos son las reservas de divisas, activos líquidos de sector público en manos de no residentes, préstamos o inversiones de bancos nacionales en entidades extranjeras y depósitos de no residentes en bancos nacionales. Para la medida de la deuda externa neta, Standard & Poor’s le resta al valor de la deuda externa sólo los activos más líquidos de los sectores público y financiero, teniendo en consideración, como ellos mismos indican en su manual de metodología, que los activos del sector financiero suelen ser más líquidos que los del sector no financiero y que las entidades financieras suelen mantener una proporción de activos en el exterior mayor que las no financieras.

<sup>7</sup> Las necesidades de financiación se calculan para el año en curso y previsiones para los tres siguientes años y se representan por la suma de los pagos en la balanza por cuenta corriente, del valor de la deuda externa a corto plazo al final del año anterior, de los depósitos de no residentes al final del año anterior y los vencimientos de deuda a largo plazo a lo largo del año en curso.

Tabla 2: Valoración del riesgo derivado de la posición soberana en el exterior de *Standard & Poor's* en un escala de 1 a 6, de bajo al alto

		Sovereigns with a reserve currency	Sovereigns with an actively traded currency	Other sovereigns: measure of a country's external liquidity			
				Gross External Financing Needs/ (CAR+ Useable Reserves) <sup>†</sup>			
				below 50%	50-100%	100-150%	over 150%
Measure of a country's external indebtedness: Narrow Net External Debt (assets) / CAR (%) <sup>*</sup>	Below (50)%	1	1	1	1	1	2
	0-(50)%	1	1	1	1	2	3
	0-50%	1	2	1	2	3	4
	50-100%	2	2	2	3	4	5
	100-150%	2	3	3	4	5	5
	150-200%	3	4	4	5	5	6
	Above 200%	3	4	5	6	6	6

Fuente: Standard & Poor's (2011)

Las puntuaciones resultantes en la tabla anterior se deterioran en una categoría en los siguientes casos:

- Países con moneda convertible que reflejan un problema de competitividad o de sobreendeudamiento al registrar déficit corrientes de balanza de pagos superiores al 10% (el ajuste será de dos puntos si el déficit supera el 20%) o con deuda a corto plazo superior al 100% de los ingresos de la cuenta corriente de balanza de pagos.
- Países vulnerables a un eventual deterioro de los términos de intercambio, medido por una desviación estándar superior al 10% en los diez últimos años, a menos que dispongan de activos externos superiores al 50% de los ingresos corrientes para compensar esta volatilidad.
- Países que presenten un endeudamiento reducido pero que hayan sido objeto de refinanciaciones, condenaciones de deuda o falta de acceso a los mercados de capitales.
- Países que afrontan restricciones en la financiación oficial debido a incumplimiento de programas de ajuste, dificultades en el sector bancario o salidas de capitales motivadas por un deterioro de la confianza inversora internacional.

Los ajustes positivos, también de una categoría, se aplican a:

- Países con moneda convertible y amplios superávit de balanza por cuenta corriente, si bien en este caso no se indica el valor de referencia.
- Países con una fuerte posición inversora internacional gracias a mantenimiento de amplios activos líquidos por parte del sector privado no financiero. Tampoco en esta magnitud se indica el método de cálculo ni el valor de corte.

#### 4. Puntuación fiscal.

Refleja la sostenibilidad de las cuentas públicas y de la deuda y representa la flexibilidad fiscal, las vulnerabilidades de las cuentas públicas, la estructura de la deuda y el acceso a la financiación así como los riesgos potenciales derivados de posibles contingencias. Para que la medición de tantos aspectos tan variados sea más operativa, esta puntuación se divide en dos, de las que posteriormente se obtiene la media aritmética: comportamiento y flexibilidad fiscal y peso de la deuda.

#### 4.1. Comportamiento y flexibilidad fiscal.

El punto de partida para esta puntuación es la evolución prevista para el valor medio de la deuda pública en % del PIB del año en curso y los tres años siguientes. A los valores inferiores a 0% les corresponde una puntuación de 1 y, en el otro extremo, a los valores superiores a 6% les corresponde una puntuación de 6. Los rangos de valores correspondientes a cada tramo se solapan (2% a 4%, 3% a 5%, 4 a 7%, etc.) de manera que a un valor de la deuda le pueden corresponder dos puntuaciones distintas. Este asunto se resuelve observando la tendencia de la evolución de la deuda a lo largo del período: si desciende, se asigna la puntuación más baja y si aumenta, la más alta de las dos posibles.

Los ajustes reflejan el margen de maniobra de los gobiernos para gestionar las cuentas públicas. Los ajustes positivos corresponden a gobiernos con activos líquidos superiores al 25% del PIB o con capacidad para aumentar ingresos y/o recortar gastos por valor del 3% del PIB. Este último aspecto se valora cualitativamente teniendo en cuenta la influencia histórica de condicionantes derivados de la esfera política, legal, administrativa, económica o social. No cabe duda que esta valoración no es sencilla ya que abarca un conjunto de factores muy amplio, difícil de medir y cuya información no es fácil de interpretar en términos de los efectos que puede tener.

Los ajustes negativos se aplican a países con elevadas tasas de evasión fiscal y/o economía sumergida, que distorsionan las previsiones de aumento de los ingresos impositivos, o con unas cuentas públicas muy dependientes (más del 25%) de los ingresos procedentes de sectores volátiles, y se refieren expresamente a los royalties en actividades extractivas o los impuestos a la venta de inmuebles. Las posibles presiones en el gasto a largo plazo no previstas por el gobierno, tales como un aumento en las pensiones o en el gasto en sanidad o en educación también generan un deterioro del un punto en la valoración.

#### 4.2. Peso de la deuda

Esta puntuación evalúa la sostenibilidad de la deuda y se basa en el nivel de la deuda y su composición, en el coste de la deuda en relación con los ingresos, en la capacidad de financiación y en contingencias que constituyan obligaciones del gobierno que pueden convertirse en deuda en el futuro. La combinación del nivel de deuda, medida en proporción al PIB, y del coste de la deuda, medido por el valor de los intereses en proporción a los ingresos públicos, da lugar a la siguiente matriz de puntuaciones.

Conviene señalar que estas magnitudes se refieren a las del sector público en general, incluidas las administraciones regionales y locales. En cambio, los ajustes se calculan sobre la base del gobierno central, debido a que el riesgo soberano valora la capacidad de éste para atender a sus compromisos de pago, no las de entidades públicas o regionales.

Tabla 3: Valoración del riesgo derivado de la carga de la deuda soberana de *Standard & Poor's* en un escala de 1 a 6, de bajo a alto.

		Debt level				
		Net general government debt as a percentage of GDP <sup>¶</sup>				
Cost of debt	General government interest expenditures as a percentage of general government revenues <sup>§</sup>	Below 30%	30% - 60%	60%- 80%	80%- 100%	>100%
	Below 5%	1	2	3	4	5
	5% - 10%	2	3	4	5	6
	10% - 15%	3	4	5	6	6
	Above 15%	4	5	6	6	6

Fuente: Standard & Poor's (2011)

A las puntuaciones resultantes del cuadro anterior se aplican ajustes negativos de una categoría en los casos de gobiernos cuya deuda está en más de un 60% en manos de no residentes o en más de un 20% en manos del sector bancario nacional. También se activan ajustes en casos con una exposición significativa a las variaciones de tipo de cambio o con una necesidad de refinanciación elevada y cuando, además, ocurre que más de 40% de la deuda está denominada en divisas o el vencimiento medio es de menos de tres años. Si el gobierno presenta necesidades de refinanciación pero éstas van a ser cubiertas por organismos oficiales y se prevé que las condiciones impuestas se cumplan, entonces la puntuación se ajusta con una mejora de un punto. Las contingencias a las que nos referíamos anteriormente se refieren a las posibles necesidades de financiación o de rescate que puedan surgir en distintos ámbitos de la economía, como el sector financiero o el sector privado no financiero. En el caso de los bancos, esta puntuación mide el efecto del coste directo para el Estado de la financiación que se derive de las necesidades de recapitalización. Sin embargo, no incluye el efecto del descenso en los ingresos impositivos que provocaría una crisis sistémica en el sector financiero, como consecuencia de la recesión económica que suele llevar asociada. Este coste puede ser significativo.

La contingencia más grave sería el coste asociado a las necesidades de recapitalización de los bancos en el caso de una crisis sistémica en el sector financiero. Para calcular estas, se define un escenario de "stress", con un descenso del 6% del PIB, una tasa de desempleo del 15% y una caída de la bolsa de valores del 60%. Primero se calculan las pérdidas potenciales del sector y, después, el valor de la recapitalización necesaria para asegurar la viabilidad a largo plazo de los bancos. Por otro lado, la valoración de las contingencias derivadas de las empresas públicas consiste en el cálculo de la eventual pérdida si se reduce la disponibilidad de financiación, tanto externa como nacional. Por último, la tercera modalidad de contingencias incluye cualesquiera garantías soberanas emitidas sobre deuda privada y partidas de gasto que no hayan sido incluidas en los presupuestos.

Una vez estimado el valor de los tres tipos de contingencias, se determina si su efecto es limitado, moderado, alto o muy alto en función de si suponen un coste menor del 30%, entre el 30% y el 60%, entre el

Dans, Noemi, Metodologías de valoración del riesgo país en la inversión extranjera directa: ¿Qué riesgos comportan?

60% y el 80% o mayor que el 80% del PIB, respectivamente. Esto no se utiliza para aplicar un ajuste directo sino que constituye una información cualitativa adicional que complementa la valoración resultante de la tabla 2. Sin duda este aspecto aporta subjetividad a esta metodología, que deja abierta la puntuación final, de nada menos que el peso de la deuda, a cuestiones que abarcan aspectos tan amplios como las llamadas contingencias, cuyo cálculo se rige por criterios igualmente subjetivos. Esta metodología limita los ajustes a un máximo de dos puntos en cada una de las puntuaciones anteriores, tanto al alza como a la baja. La limitación actúa de manera separada para los puntos 4.1 y 4.2.

#### 5. Puntuación monetaria.

Refleja la capacidad de una economía para mantener el ritmo de crecimiento y la capacidad del pago del Estado en épocas de presión económica o financiera. Su valoración se asienta sobre los siguientes elementos: el uso de la política monetaria para gestionar situaciones económicas internas adversas, la tendencia de la inflación y la eficiencia de los mecanismos de transmisión de la política monetaria a la economía real, que depende del grado de desarrollo y de diversificación del sistema financiero. En este epígrafe se valoran los aspectos que repercuten en la capacidad del Estado para regular el nivel de liquidez sin que se generen tensiones inflacionistas.

En un extremo del rango, merecen directamente una puntuación de 6 los países que tienen una capacidad limitada para influir en el nivel de liquidez o para la consecución de los objetivos de política monetaria. Se trata de los países que adoptan la moneda de otro país o que tienen sistemas de cambio rígidos, países con controles de capitales y economías con tasas medias de inflación en los últimos cinco años superiores al 20% o con más del 75% de los depósitos o de los impagos denominados en dólares.

Una vez clasificados los países merecedores de la puntuación 6, para el resto de países el rango de puntuaciones varía de 1 a 5 según tres factores: el tipo de régimen cambiario, desde la libre flotación al *currency board*; el grado de independencia y objetividad en la gestión del banco central y la eficiencia de los mecanismos de transmisión de la política monetaria a la economía. Esta última se mide con base en el número de impagos en moneda local, el grado de capitalización del mercado y las condiciones de funcionamiento del mercado de deuda pública.

Los ajuste negativos de un grupo se aplican en los casos de deflación, elevado porcentaje de depósitos y préstamos denominados en divisas, pertenencia a una unión monetaria y en países que han impuesto limitaciones a la convertibilidad de moneda y a la salida de capitales o que aplican tipos de cambio de manera discriminada. El ajuste negativo es de dos grupos si el país es miembro de una unión monetaria y registra crecimientos de precios y salarios muy por encima de la media. Por último, a los países con una tasa media de inflación de entre el 10 y el 15%, estimada para un período de cinco años a partir del año anterior, se les asigna directamente un 4. Si es de entre el 15% y el 20%, directamente un 5.

*Dans, Noemi*, Metodologías de valoración del riesgo país en la inversión extranjera directa: ¿Qué riesgos comportan?

Cuanto más estructurados estén los criterios de puntuación en este tipo de modelos, menor será el margen de subjetividad. La ventaja de esta metodología es que la capacidad para estructurar criterios es tan amplia como se desee, lo que permite regular y ordenar el proceso de valoración al máximo para evitar que se aleje de los criterios técnicos. Esto es así independientemente de la utilización que haga *Standard & Poor's* de este método. De hecho, su modelo está extremadamente estructurado en algunos aspectos, dejando poco margen para valoraciones subjetivas o para desviaciones indeseadas en el proceso. Sin embargo, en otros de importancia indiscutible para el riesgo de crédito como el análisis de la deuda, deja abiertos aspectos muy amplios cuya valoración se podría formalizar más.

Ahora bien, incluso en modelos que hayan sido estructurados de manera que su utilización se haga de manera eficiente, pudiera ocurrir que el propio diseño de la estructura, los rangos y los ajustes se alejen de criterios técnicos adecuados. Es decir, en el propio diseño del modelo hay también margen de error y de subjetividad. Como contrapartida, la participación de técnicos en el diseño y en el análisis permite captar las particularidades de los aspectos cualitativos derivadas de los contextos sociopolíticos, sin perder matices que de otra manera se perderían. Esto enriquece el estudio, máxime si una vez captada la realidad en toda su extensión, la traducción a un dato numérico se hace de una manera metódica, predefinida e igual para todos los países. En definitiva, la cualificación de los autores y de los usuarios del modelo así como la calidad de las fuentes y la experiencia obtenida de las pruebas y los errores en la propia utilización son críticos para que los resultados sean rigurosos.

#### **4. MODELOS ECONÓMICOS**

Esta modalidad utiliza técnicas de procesamiento de datos cuantitativos basadas en la lógica causal obtenida mediante sistema de regresión para calcular el valor del riesgo. Los aspectos políticos y sociales deben transformarse en indicadores numéricos para su tratamiento estadístico. Esta técnica es rápida, ya que una vez diseñado el modelo la obtención de resultados actualizados sólo requiere la carga de los datos nuevos. La velocidad de actualización no aumenta significativamente, además, con el número de países, lo que hace que este método sea muy operativo. La cuantificación de los mismos aspectos cualitativos relativos a distintos países permite eliminar sesgos en la valoración del entorno sociopolítico y homogeneizar el estudio. En contrapartida, provoca la pérdida de matices y de diferencias que pueden existir entre fenómenos similares ocurridos en distintos contextos y entre sus efectos sobre el riesgo. En la realidad estas diferencias existen, de manera que el mismo evento puede generar distintos grados de riesgo según el país en el que tiene lugar. Por otro lado, hay algunos factores de índole sociopolítica cuya cuantificación es muy complicada de realizar sin alejarse del significado del evento y de su impacto en el riesgo. Es más, como señala Simon (1992), incluso en los casos en los que la labor de cuantificación no es complicada, es posible que la creación de los indicadores y la selección de los aspectos que se incluyen en el análisis puedan entrañar un grado no despreciable de subjetividad.

*Dans, Noemi*, Metodologías de valoración del riesgo país en la inversión extranjera directa: ¿Qué riesgos comportan?

Un ejemplo característico de esta modalidad es el modelo de análisis de riesgo país de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE). Este modelo se implantó con motivo de sus Líneas Directrices para la Armonización del Crédito a la Exportación con Apoyo Oficial, conocido como el Consenso OCDE<sup>8</sup>, y con el objetivo de servir a los países miembros firmantes del acuerdo como instrumento para obtener una clasificación consensuada del riesgo país. El propósito final es la creación de un sistema de primas mínimas en el aseguramiento del riesgo de crédito en las exportaciones con apoyo oficial a países no miembros de la OCDE. Tal y como señala la propia OCDE, las clasificaciones son el resultado del estudio de tres riesgos: el de convertibilidad, el de transferencia y el riesgo de guerra y violencia política. Como ya se ha visto, sólo el riesgo de convertibilidad sería aplicable tal cual a la inversión directa, pero la OCDE no valora los riesgos individualmente sino conjuntamente, de manera que no se obtiene una valoración específica de éste.

Esta metodología establece una primera división entre países de renta alta y el resto. Los primeros se clasifican automáticamente en el grupo 0, mientras los segundos se someten a un sistema de clasificación de dos pasos. En primer lugar se utiliza un modelo econométrico que mide la situación económica, la situación financiera y la experiencia de todos los países participantes en el comportamiento pagador del país. El modelo da como resultado una probabilidad de impago de 0% a 100% que está asociada a una de las categorías de la escala de 1 a 7, de menor a mayor riesgo. En segundo lugar, a partir de ahí, se realizan los ajustes manuales que el llamado Grupo de Expertos en Riesgo País de la OCDE considere necesarios para incorporar el impacto de los aspectos sociales y políticos en la probabilidad de impago de importaciones. Los criterios incorporados al modelo, los resultados del modelo y el contenido de los ajustes son confidenciales, pero la clasificación final se publica en la página web de la OCDE.

Lo más interesante de la operativa de la OCDE es que combina la utilización de dos metodologías, evidentemente las que considera más apropiada para cada análisis: un modelo econométrico para el tratamiento de datos cuantitativos y un modelo cualitativo para el análisis del contexto sociopolítico. La ventaja es que en el segundo participan expertos de todos los países firmantes del Consenso y el debate es muy rico en análisis y en argumentos. A este respecto hay que tener en cuenta que se trata del análisis de las compañías aseguradoras y reaseguradoras, es decir, del último eslabón en el mecanismo de transferencia de los riesgos y, por lo tanto, muy interesadas en la obtención de una valoración rigurosa, precisa y ajustada a la realidad. Todo ello, unido al hecho de que el resultado es por consenso, compensa parcialmente las debilidades propias de un trabajo cualitativo.

Los análisis cuantitativos cross country constituyen una tipología dentro de los análisis econométricos. Se trata de modelos que elaboran un ranking de países para cada evento de riesgo, tales como el inicio de una guerra civil o el cambio radical de régimen político. Los resultados de este método son plenamente

---

<sup>8</sup> La OCDE se refiere a este acuerdo como *The Arrangement*

*Dans, Noemi*, Metodologías de valoración del riesgo país en la inversión extranjera directa: ¿Qué riesgos comportan?

comparables entre países, pues la propia operativa implica utilizar indicadores idénticos para todos. Esto facilita notablemente algunas decisiones de inversión. La desventaja, tal como señala Simon (1992), radica en las diferencias en la interpretación de un mismo indicador en distintos países debido a las características específicas de estos. Por ejemplo, los gobiernos pueden estar mejor o peor preparados para gestionar una misma debilidad económica, y eso no se recoge en el modelo.

Estos métodos relacionan el efecto de una serie de variables sobre los eventos de riesgo que pretenden analizar. Esto requiere de la elaboración previa de modelos de regresión que expliquen la relación que hay entre aquellas y el este. Estos análisis son abundantes en la literatura académica. Un buen ejemplo es Jensen y Jhonston (2010), que explica el efecto de la abundancia de recursos naturales sobre los riesgos CEN y de incumplimiento de compromisos a través de su efecto en la reputación de los gobiernos. Según su teoría, cuanto mayor es la riqueza en recursos naturales de un país, menor es la preocupación de su gobierno por la reputación internacional de su gestión y mayores son los riesgos mencionados. Sus modelos cross country utilizan datos de la actividad aseguradora de ONDD, la agencia de crédito a la exportación belga, para demostrar esta hipótesis y para constatar el hecho de que los gobiernos tienden a aumentar las ventajas fiscales para compensar ese incremento de probabilidad de pérdida. Sin embargo, no explican el efecto último de estas exenciones tributarias sobre el nivel de riesgo a largo plazo. Podría producirse una dinámica contraproducente de aumento del nivel de riesgo a largo plazo como resultado de las acciones encaminadas a reducirlo a corto plazo.

Otro ejemplo de este tipo de análisis es Li (2009). Consiste en un estudio exhaustivo de la incidencia del tipo de régimen político y de las instituciones que los caracterizan en el riesgo CEN. Para ello distingue entre el efecto del grado de rotación del líder político, el de la duración del mandato y el de los condicionantes políticos sobre las decisiones del ejecutivo. Se propone averiguar qué hace que un régimen proteja o no a la IED, en qué condiciones expropia un gobierno democrático o un gobierno autocrático, si existe una lógica común y, en caso contrario, cuales son las diferencias. Según este autor, el riesgo de expropiación está relacionado con el incentivo, por un lado, y con la capacidad para realizarlo, por otro. A su vez, los incentivos serán el resultado de la combinación de las ganancias a corto plazo y los costes a largo plazo. Entre las primeras están la propiedad inmediata de los activos y de la producción, la satisfacción de las demandas populares de orgullo nacional y de cambio social y un mayor control del tramado productivo en territorio nacional. Los segundos son el riesgo de falta de conocimiento en industrias tecnológicas sofisticadas, la pérdida de reputación internacional, el encarecimiento de la financiación y el descenso de los flujos de inversión.

Li (2009) desarrolla dos modelos. En el primero utiliza datos de Kobrin (1980, 1984) sobre leyes de expropiación en 63 países entre 1960 y 1990. Sus conclusiones establecen que el riesgo CEN es menor cuanto mayores sean los aspectos y los individuos (oposición política, sindicatos, empresarios, etc.) que

condicionan la gestión del líder y cuanto más larga es la duración del mandato, que suele ser mayor en autocracias que en democracias. El líder autócrata está firmemente aferrado al poder y tiene interés en proteger los derechos de propiedad siempre que redunden en su propio beneficio. En cuanto a los gobiernos democráticos, los mandatos son cortos pero los líderes pueden actuar también para favorecer la gestión futura de compañeros de su partido político, o no. El resultado de su modelo indica que el efecto de la duración del mandato es inverso pero es sólo significativo en autocracias, y no en democracias. Sin embargo, el efecto de la rotación política sobre el riesgo es directo, aumentando si ésta aumenta. La rotación es normal y previsible en democracia pero costosa y en ocasiones traumática para los dictadores. El líder demócrata asume las reglas del juego democrático y gestiona el corto plazo generando un grado de incertidumbre relativamente pequeño. En cambio, el líder autócrata gestiona el largo plazo, definiendo él mismo el grado de seguridad política con resultados que serán en un sentido o en otro dependiendo de sus intereses. El efecto de la rotación es directo pero es únicamente indicativo del riesgo en democracias, y no en autocracias<sup>9</sup>.

Otro ejemplo es Li y Resnick (2003), que se centra en el estudio del efecto de las instituciones democráticas sobre los flujos de IED. Su planteamiento está relacionado con los efectos de la estructura del mercado, de la política industrial y de los sistemas fiscales propios de las democracias sobre el clima inversor, haciéndolo más o menos atractivo para la inversión extranjera. Aquí surge de nuevo la cuestión de la relación entre los riesgos y el nivel de inversión, pues un país es más o menos atractivo para la IED no sólo en función de los riesgos sino también de otros factores que influyen tanto o más en la decisión de invertir, como ya se ha visto. Según estos autores, los tres aspectos mencionados limitan o coartan el desarrollo de los intereses de los inversores cuando adoptan las características que les confieren las instituciones democráticas<sup>10</sup>. Todos ellos son aspectos que inciden en el flujo de inversión extranjera pero no constituyen eventos de riesgo. Pero en su análisis, estos autores también incluyen el efecto de los derechos de propiedad sobre la IED, que es positivo y que sí tiene interés desde el punto de vista del estudio del riesgo CEN. Los derechos de propiedad, en virtud de los cuales los individuos y las entidades se apropian de su trabajo y de los bienes y servicios que poseen, dependen de las leyes, de su aplicación y de las formas

---

<sup>9</sup> Li (2009) obtiene más conclusiones derivadas de la utilización de algunas variables de control en sus modelos, que simplemente se relacionan a continuación como muestra de la información que proporcionan este tipo de variables en esta modalidad de estudio: i) la antigüedad de la democracia o la existencia de democracias en países vecinos no afecta a los resultados anteriores, ii) la ideología de izquierdas no influye en el número de expropiaciones y lo mismo ocurre con la desigualdad en la distribución de la renta medida con el índice de Gini, iii) el riesgo de guerra o violencia política no aumenta el riesgo CEN, iv) la pertenencia a una unión comercial reduce el riesgo pero no altera los efectos de los condicionantes, la rotación y la duración del mandato en el riesgo, v) el control de los recursos naturales aumenta el riesgo pero no altera el efecto de las tres variables sobre el riesgo y vi) los países descolonizados son menos propensos a expropiar durante los tres primeros años de autogestión pero esto no altera el efecto sobre el riesgo de las tres variables estudiadas.

<sup>10</sup> Las democracias atenúan la capacidad para que una empresa desarrolle y explote una posición monopolística u oligopólica, que es lo que interesa al inversor; son poco propensas a pactar con los extranjeros condiciones que puedan desfavorecer a los nacionales y tienden a reducir o limitar los incentivos fiscales a la IED.

Dans, Noemi, Metodologías de valoración del riesgo país en la inversión extranjera directa: ¿Qué riesgos comportan?

de organización. En su modelo de regresión realizado con los indicadores de desarrollo del Banco Mundial en 53 países para el período 1982 -1995, explica los flujos netos de IED por país y año en función de los grados de desarrollo de las instituciones democráticas. Para esto último utiliza una medida compuesta de democracia por un lado, y diferentes variables institucionales por otro lado.

Todos los datos proceden de la base de datos del Proyecto Policy IV<sup>11</sup>. En la medida compuesta se tienen en cuenta los siguientes aspectos: i) competitividad de la participación política, ii) apertura en el proceso de reclutamiento de políticos, iii) regulación de la participación política y iv) condicionantes a la gestión del líder. En cuanto a las variables institucionales, son tres: procedimientos por los que los ciudadanos eligen entre políticos y entre partidos, limitaciones institucionales al ejercicio del poder y garantía de las libertades civiles de los ciudadanos en el día a día y en su participación política<sup>12</sup>. Además de otras conclusiones relativas al efecto en los flujos de IED, el estudio de Li y Resnick (2003) concluye que la democracia favorece los derechos de propiedad y que la protección de los derechos de propiedad tiene un efecto positivo en los flujos de IED. El efecto es significativo, ya que una mejora en un punto en la clasificación del grado de protección de los derechos de propiedad según la fuente mencionada anteriormente genera un aumento de 76 mill. \$ en IED. Además, como resultado del efecto de las variables de control, los autores concluyen que la inestabilidad política afecta a la IED sólo si afecta a la protección de los derechos de propiedad. El efecto de la volatilidad del tipo de cambio, y consecuentemente de los costes de transacción, también es directo y significativo y lo mismo ocurre con las restricciones a la entrada o salida de capitales, que aumentan el riesgo de transferencia. El resto de variables de control tiene un efecto no significativo en los flujos de IED.

Otros estudios como Henisz (2000) analizan el efecto de la creación de una *joint venture* sobre el riesgo de expropiación así como la relación de este tipo de riesgo con la estructura del activo de la empresa inversora, es decir, la composición y tipos de activos que determinan el grado en el que estos pueden ser utilizados por otros propietarios, con menor nivel de cualificación por ejemplo, o para otros fines sin mermar su capacidad de producción. Esta misma lógica se aplica a la posibilidad de utilizar la marca comercial de la empresa expropiada, o al riesgo de fuga tecnológica. Otras investigaciones como la de Knack y Keefer (1995) tienen por objeto medir la idoneidad de los indicadores que miden la calidad de las instituciones y su efecto sobre el crecimiento económico. Este último aspecto se aleja de nuestro estudio pero la medición de la calidad de las instituciones es una cuestión clave para el riesgo país. Estos autores valoran los indicadores de Barro (1991) para la medición de la inestabilidad y la violencia políticas, los de Gastil (1986) para la medir las libertades civiles y la libertad política, cinco indicadores de *Internacional*

<sup>11</sup> Para más información de este proyecto, ver <http://www.systemicpeace.org/polity/polity4.htm>

<sup>12</sup> El estudio incorpora como variables de control la duración del régimen; la inestabilidad política medida en número de asesinatos, huelgas, crisis de gobierno y manifestaciones políticas; el tamaño de mercado en volumen del PIB; el grado de desarrollo económico medido en PIB per capita y en dotación de infraestructuras; el crecimiento económico; la volatilidad del tipo de cambio, los cambios en los costes laborales y las restricciones normativas al flujo de capitales.

Dans, Noemi, Metodologías de valoración del riesgo país en la inversión extranjera directa: ¿Qué riesgos comportan?

*Country Risk Guide* (ICRG), y otros cuatro de *Business Environmental Risk Intelligence* (BERI), ambos para medir los riesgos de expropiación, de incumplimiento de compromisos, de corrupción y el riesgo legal. El resultado de su estudio es que los indicadores ICRG y BERI se comportan mejor en su capacidad de valoración y son estadísticamente más significativos que lo de Barro y Gastil.

## 5. CONCLUSIONES

Todas las metodologías descritas proporcionan elementos útiles para el análisis del riesgo país pero también debilidades que las hacen imperfectas para esta tarea. Las encuestas elaboradas por expertos y realizadas a los protagonistas susceptibles de sufrir pérdidas proporcionan información valiosa si se elaboran atendiendo a los requisitos de representatividad de la muestra. Sin embargo, carecen de la agilidad que exige el carácter cambiante de estos riesgos y pueden incurrir en falta de calidad en las respuestas, al quedar a expensas de los encuestados el mayor o menor rigor con el que den sus opiniones. Los análisis cualitativos permiten procesar información no cuantitativa, lo cual constituye una enorme ventaja en el análisis de los riesgos políticos. En cambio, exigen un elevado nivel de cualificación en los analistas y, además, pueden incurrir en problemas de incoherencia entre países o de inconsistencia en el tiempo si no hay homogeneidad entre las fuentes de información o entre los criterios de valoración que utiliza cada miembro del equipo de expertos. Esto restaría rigor a los análisis y a sus resultados.

En cuanto a las metodologías de análisis basadas en modelos econométricos, su utilización para el análisis de los riesgos en economía plantea las siguientes reflexiones. Es una realidad indiscutible que los mecanismos de la realidad económica son complejos y ni siquiera reúnen el suficiente grado de consenso entre los mejores economistas. También es incuestionable que en economía, la explicación de un evento no es inequívoco, atemporal y universal, debido a que la sociedad, los individuos, las organizaciones y las instituciones, es decir el objeto de estudio, conforman escenarios cambiantes, tanto en el tiempo como entre culturas, y complejos, en los que interaccionan múltiples variables que son imposibles de aislar. Esto complica la búsqueda de certeza y de relaciones causales permanentes. Por esta razón, son muchas las reservas que suscita el uso de modelos matemáticos para el análisis de los riesgos.

Ahora bien, no obstante lo anterior, en la medida en que seamos capaces de utilizar las matemáticas para el estudio de las causas que originan eventos de riesgo en economía estaremos esclareciendo parte de su comportamiento. Esto ya es un avance notable. La clave es determinar qué relaciones causales de la economía, la política y la sociedad son susceptibles de ser analizadas con métodos matemáticos. Un problema de difícil solución es el sesgo que se puede producir en los resultados como consecuencia de la omisión de variables cualitativas de difícil cuantificación o como consecuencia de la carencia de variables cuantitativas en algunos países o en algunos períodos. Esto obliga a interpretar los resultados con reservas, sin perder de vista que el análisis de correlación lleva inherente estos aspectos que pueden alterarlo.

Dans, Noemi, Metodologías de valoración del riesgo país en la inversión extranjera directa: ¿Qué riesgos comportan?

Lo mismo ocurre con el efecto que tienen algunas circunstancias propias de algunos países. De ellas se sabe que constituyen elementos diferenciadores entre países que modifican el contexto y, consecuentemente, alteran el impacto de las variables explicativas que se están utilizando en el modelo. Sin embargo, estos factores a veces son difíciles si quiera de identificar, no digamos de medir. Por lo tanto, debemos interpretar los resultados sin perder de vista estas reflexiones, de manera que será necesario completarlos con aportaciones cualitativas basadas en el criterio de expertos. La manera cómo se debe conjugar los resultados cuantitativos y las aportaciones cualitativas podrá estar más o menos estructurada, pero deberá responder siempre a criterios técnicos objetivos.

En definitiva, la complejidad del análisis de los riesgos en economía es inherente a la economía misma, y no tanto a las metodologías de estudio utilizadas. Ingo Walter<sup>13</sup> resumió los problemas del análisis del riesgo país diciendo que “en ausencia de un mercado eficiente cuyos datos puedan ser analizados con rigor, el análisis eficiente del riesgo país requiere la implicación de un personaje del Renacimiento, extremadamente inteligente, doctorado en economía, políticas, sociología, psicología y quizá en alguna ciencia más, así como completamente objetivo y con grandes dosis de sentido común” (Walter, 1981, p 85). Es muy probable que, para analizar el efecto de los riesgos políticos en la IED, exista un punto intermedio entre el análisis cualificadísimo del personaje de Walter y el estudio exclusivamente matemático de la economía.

El balance final del estudio comparado de las metodologías de análisis de riesgo país nos permite concluir que para identificar los factores sociopolíticos y macroeconómicos que están en el origen de los eventos de riesgo es adecuado utilizar estudios econométricos, pues son los que mejor identifican la relación entre los eventos de riesgo y sus causas. Si contemplamos no sólo las causas sino también las circunstancias que están correlacionadas con dichos eventos, podremos obtener un mapa completo de las razones que los explican y habremos realizado la primera tarea que la valoración de riesgos precisa.

Ahora bien, una vez que se dispone de las causas, es preciso tratarlas de manera ordenada para evaluar la probabilidad de que éstas se transformen en un evento de riesgo. Y esto requiere que el estudio se realice en el contexto específico que presenta cada país y contemplando todas las circunstancias que interactúan para favorecer dicho evento. La metodología que más se adecúa a esta segunda tarea es el análisis cualitativo estructurado, pues la participación de expertos en el análisis permite, en primer lugar, captar las particularidades de aspectos cualitativos que de otra manera se perderían y, en segundo lugar, traducirlas a un dato numérico con base en una estructura predefinida e igual para todos los países. Esto obliga a realizar el análisis de una manera ordenada y coherente, con margen para interpretar el contexto pero sin

---

<sup>13</sup> Ingo Walter es profesor en la New York University's Stern School of Business. También enseña “*Sovereign and Reputational Risk*” en el programa de *Risk Management Open Enrollment* de la escuela Stern Executive Education, en el TRIUM Global Executive MBA Program, en la London School of Economics and HEC School of Management.

*Dans, Noemi*, Metodologías de valoración del riesgo país en la inversión extranjera directa: ¿Qué riesgos comportan?

posibilidad de alejarse de los criterios y de las pautas que se han obtenido como resultado de la primera parte del estudio de los riesgos.

Por todo lo anterior, el modelo óptimo para la valoración del riesgo país debe combinar las técnicas econométricas, que identifican las relaciones causales y de correlación entre el riesgo y los factores que intervienen en sus eventos, con el estudio cualitativo del contexto realizado por expertos. Para que los resultados sean rigurosos, la participación de estos últimos se debe acoger a un formato estructurado que permita preservar la objetividad y la coherencia en el tiempo y entre países y reduzca la arbitrariedad de criterios.

Dans, Noemi, Metodologías de valoración del riesgo país en la inversión extranjera directa: ¿Qué riesgos comportan?

## BIBLIOGRAFÍA

- Barro, R. (1991): "Economic Growth in a Cross Section of Countries", *Quarterly Journal of Economics*, 106: 407-44.
- Berne Union (2012): *International Union of Credit and Investment Insurers*, Exporta Publishing and Events Ltd. London, UK.
- Economist Intelligence Unit (2007): *World Investment Prospects for 2011. FDI and the challenge of political risks*, EIU London, UK
- Gastil, R. D. (1986): "Freedom in the World", *Political Rights and Civil Liberties 1985-1986*, Westport, Greenwood Press.
- Gordon, K. (2008): "Investment Guarantees", *OECD Investment Policy Perspectives*. OECD, Paris.
- Henisz, W.J. (2000): "The Institutional Environment for Multinational Investment", *Oxford University Press*. JLEO, V16N2.
- Hymer, S. H. (1960): "The International Operations of National Firms: A Study of Direct Foreign Investment". PhD Dissertation. Published posthumously. The MIT Press, 1976. Cambridge, Mass
- Jensen, N.M. & Jhonston, N.P. (2010): "Political risk, reputation and the resource course". *Social Science Research Network*. Disponible en [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1667515](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1667515) el 14/10/2012.
- Knack, S y Keefer, P (1995): "Institutions and Economic Performance: Cross-Country Tests Using Alternative Institutional Indicators". *Munich Personal RePEc Archive*, MPRA Paper No. 23118, posted 10. June 2010
- Kobrin, S. J. (1980): "Foreign Enterprise and Forced Divestment in LDCs". *International Organization* 34:65–88.
- Li, Q (2009): "Democracy, autocracy and expropriation of foreign Direct Investment". Disponible el 10/10/2012 en [http://www.princeton.edu/~pcglobal/conferences/IPES/papers/li\\_S1100\\_2.pdf](http://www.princeton.edu/~pcglobal/conferences/IPES/papers/li_S1100_2.pdf)
- Li, Q y Resnick, A. (2003): "Reversal of Fortunes: Democratic Institutions and Foreign Direct Investment Inflows to Developing Countries". *International Organization* 57, 2003, pp.175–211
- MIGA (2009): *World Investment and Political Risks*. The World Bank. Washington.
- MIGA (2010): *World Investment and Political Risks*. The World Bank. Washington.
- MIGA (2011): *World Investment and Political Risks*. The World Bank. Washington
- OECD.(2012): *Country Risk Classifications*. Disponible el 5/10/2012 en <http://www.oecd.org/tad/exportcredits/countryriskclassification.htm>
- Simon, J.D. (1992): "Political Risk Analysis for International Banks and Multinational Enterprises" *Country Risk Analysis*. International Economic Consultants, Ed. Roulledge. Londres y N. York.
- Standard & Poor's (2011): *Sovereign Government Rating Methodology And Assumptions*. Global Credit Portal. Ratings Direct.
- Vilariño, A. (2001): *Turbulencias Financieras y Riesgo de Mercado*. Prentice Hall, Madrid, 2001, 300 pp.
- Walter, I. (1981): "Country Risk, Portfolio Decisions and Regulation in International Bank Lending", *Journal of Banking and Finance*, 85, 77–92.