

LAS CALIFICADORAS DE RIESGO, SU ROL EN LOS MERCADOS FINANCIEROS Y EL CASO URUGUAYO

Antonio Juambeltz*
ajrizzo42@gmail.com

RESUMEN

Pese a las críticas recientes que han recibido las calificadoras de riesgo (CR) tras la crisis hipotecaria que estalló en Estados Unidos en 2008 y la posterior debacle europea de los últimos años, es evidente que su rol ha sido y sigue siendo muy relevante en los mercados financieros, ya que agregan información sobre la calidad crediticia de los emisores al mercado. Por tanto, del análisis y veredicto que estas agencias ofrezcan al mercado dependerá, en gran medida, el costo financiero al que deberán enfrentar los emisores de deuda –tanto públicos como privados–, la potencial demanda del resto del mundo por valores financieros y la imagen general de un país. Sin embargo, los dictámenes de las CR deben tomarse como complemento de otros tipos de análisis, tal como los que realizan los propios inversores o bancos de inversiones. En consecuencia, los inversores que consideren los *ratings* de estas agencias como un sustituto perfecto a sus propios análisis o de terceros no han comprendido cabalmente el rol que tienen las CR.

En ese contexto, este trabajo busca describir cómo funcionan estas agencias y cuáles son los principales aspectos metodológicos que emplean para realizar una acción de *rating*, focalizada en las emisiones de títulos de soberanos. Se describe cómo han calificado a Uruguay en los últimos años –y su correlato con la valoración hecha por el mercado– y cómo se realizan las calificaciones de los valores privados en la plaza local.

Palabras claves: calificadoras de riesgo, calificaciones, grado inversor, metodologías de agencias calificadoras

Clasificación JEL: E44, G15, G29

* Las opiniones vertidas en este documento son de total responsabilidad del autor y no necesariamente reflejan la posición oficial de las organizaciones en las que trabaja. Cualquier error involuntario es de exclusiva responsabilidad del autor.
Universidad de la Empresa.

ABSTRACT

Despite the recent criticism rating agencies (RA) have received after the mortgage crisis in the United States in 2008 and the subsequent European debacle, it is evident they are still relevant in financial markets because they shed light on the credit quality of issuers to the market.

Therefore, the overall costs that issuers –both public and private– will face, the potential demand from the rest of the world by financial markets and the overall image of a country will depend, to some extent, on the verdict that these companies provide. However, the opinions of the RA should be taken in addition to other sources of analysis, such as those made by investors themselves or by investment banks. Consequently, investors that only take into account the information of the RA as a perfect substitute for their own analysis or that made by third parties have not fully understood the role of the former.

In that context, this paper aims to describe how these agencies work, identifying the main methodological aspects they use for evaluating sovereign bonds. It also describes how they ranked sovereign Uruguay's bonds in recent years – compared with the market's evaluations– and how local securities are evaluated by RA.

Key words: rating agencies, ratings, investment grade, credit ratings methodologies

JEL Classification: E44, G15, G29

1. Introducción

Desde que estalló la crisis hipotecaria en Estados Unidos (EEUU), cuyo momento más álgido fue la quiebra de Lehman Brothers en setiembre de 2008, hasta el agravamiento de la crisis de Europa a partir de la segunda mitad de 2011, las calificadoras de riesgo (CR) han estado bajo la lupa de la opinión de inversores, analistas, gobiernos y público en general. La decisión que en agosto de 2011 tomó una de las tres principales agencias de rebajar el rating de la deuda pública de EEUU por debajo de la nota máxima o riesgo mínimo (lo que descarta que los *treasury* de ese país puedan ser considerados como activos libres de riesgo) reavivó el debate y provocó fuertes críticas por parte de las autoridades reguladores de valores de dicho país.

A pesar de la cantidad de críticas que han recibido, las CR siguen jugando un rol preponderante para un país como Uruguay, por los siguientes motivos: en primer lugar, porque sus dictámenes generalmente establecen un techo a las notas asignadas a las empresas privadas locales y, por tanto, afectan el costo del financiamiento en el mercado de capitales local.

En segundo término, porque existen muchos inversores institucionales externos que no están habilitados por la normativa a invertir en papeles de países

catalogados como *grado no inversor* o *grado especulativo*, disminuyendo el potencial de demanda de títulos de deuda emitidos por estos¹. En el caso de Uruguay, este segundo factor es muy relevante dado que, a la fecha de publicación de este trabajo, el país está calificado un peldaño por debajo del umbral de *grado inversor* (GI), por cuatro de las cinco calificadoras que evalúan al país, con la excepción de Standard & Poor's. En efecto, esta CR elevó, en abril de 2012, la nota uruguaya a GI. Los títulos catalogados como GI son aquellos que, según las agencias, tienen una mayor posibilidad de pago o menor riesgo crediticio en comparación con los de *grado especulativo* o *no grado inversor*.

En tercer lugar, porque las acciones de rating que llevan a cabo las CR son tomadas en cuenta por la regulación financiera para exigir niveles de capital mínimo a las entidades bancarias, tal como lo establece el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea².

Finalmente, en cuarto lugar, porque contar con una aceptable calificación crediticia contribuye a mejorar el clima de negocios de un país y a atraer inversiones en la economía real.

En ese contexto, el objetivo de este trabajo es describir cómo funcionan estas agencias y qué elementos toman en cuenta a la hora de asignar una determinada calificación crediticia, focalizado en las calificaciones de soberanos. Un emisor soberano es un gobierno nacional o federal que ejerce una autoridad sobre determinada jurisdicción reconocida.

Para ello, en el siguiente capítulo se realiza una descripción de qué rol cumplen y cuál es el funcionamiento de las CR, qué nomenclatura utilizan y cómo operan. Posteriormente, se presenta una revisión bibliográfica de cómo la más reciente literatura ha estudiado la manera de operar de estas agencias. Luego, se exponen las metodologías más recientes de acuerdo con las propias agencias. A continuación, se explica cómo las CR han evaluado a los títulos de deuda que emite Uruguay. También se hace una breve reseña de cómo evalúan a las empresas locales que cotizan en el mercado local de valores. Por último, se presentan algunas consideraciones finales.

1 Generalmente, la regulación establece que un soberano debe estar catalogado como GI por al menos dos calificadoras para que los inversores institucionales puedan adquirir títulos de dicho soberano.

2 En junio de 2004, este Comité anunció la creación de un estándar internacional –conocido como el enfoque de Basilea II– que sirve de referencia a los reguladores bancarios, con objeto de establecer los requerimientos de capital necesarios para asegurar la protección de las entidades frente a los riesgos financieros y operativos. Basilea II se basa en tres pilares: requerimiento mínimo de capital, proceso de supervisión bancaria y disciplina de mercado. Dentro del primer pilar, se les exige a las entidades financieras contar con un capital regulatorio igual o mayor al 8% de los activos ponderados por riesgo crediticio, riesgo de mercado y riesgo operativo. Para realizar la ponderación por el primer tipo de riesgo, las entidades deben tener en cuenta: 1) las calificaciones de riesgo provistas por las CR y 2) modelos internos de los bancos. Por ejemplo, si un banco tiene como activo un bono de deuda soberana con la máxima calificación, AAA, entonces ese activo pondera como 0 y la regulación no le exige contar con capital precautorio, pero si tiene como activo un bono calificado con BBB+, el hipotético banco debe ponderar el valor de dicho activo en un 50%.

2. Calificadoras: rol, nomenclatura, funcionamiento

Las CR son empresas con fines de lucro especializadas en evaluar el riesgo crediticio relativo de un emisor (soberano, empresa, etc.). Ello no quiere decir que las CR hagan recomendaciones sobre si es conveniente comprar, vender o mantener determinado bono soberano o de una compañía. De hecho, no lo hacen y lo aclaran explícitamente en sus metodologías y contratos. Tampoco realizan ningún comentario sobre si los precios de mercado de un determinado instrumento financiero son los adecuados ni sobre la conveniencia de invertir en un determinado activo financiero en función del tipo de inversor.

Las CR se encargan de medir e informar a la comunidad inversora y público en general la capacidad y voluntad de pago de las obligaciones financieras de un emisor/emisión en tiempo y forma, ya sea en lo correspondiente a la tasa de interés como a las amortizaciones de capital, moneda, etc.

Su papel es más relevante en un contexto en el que existe información asimétrica entre emisores de obligaciones financieras (oferentes de valores) e inversionistas (demandantes)³. Obviamente, los primeros están más familiarizados con su propia capacidad y voluntad de pago que los inversores. Por tanto, el rol fundamental de las CR es ayudar a reducir las asimetrías de información entre los oferentes y demandantes de valores financieros que hay en los mercados financieros. En ese sentido, el hecho de contribuir a reducir la información asimétrica implica que las CR ayudan a mejorar la eficiencia de los mercados. Este concepto ha sido desarrollado por Schwarcz (2002) y Rosseau (2011).

Tal como lo establece Standard & Poor's (2012), debido a que la calidad no es un atributo que se pueda observar directamente, los inversores deben estimarlo utilizando varios enfoques. Uno de ellos es el análisis que el propio inversor debe hacer⁴; otro es el análisis de *rating* de las propias CR y un tercero sería el/los análisis de terceras partes, como bancos de inversiones, reportes de *brokers*, etc. Estas tres fuentes de información le deberían permitir al inversor

3 El concepto de información asimétrica fue estudiado por los economistas George Akerlof, Michael Spence y Joseph Stiglitz, lo que les valió el Premio Nobel de Economía en 2001. En 1970, Akerlof explicó este concepto usando el ejemplo del mercado de autos usados. Para simplificar el problema, Akerlof supuso que en este mercado se venden autos usados en buen estado (los llamó *bizcocho*) o en mal estado (*limones*). En este mercado, el comprador no tiene suficiente información como para saber, al momento de la adquisición, si está comprando un bizcocho o un limón, por lo que necesitaría varios meses de uso para saberlo. Por tanto, si el precio de mercado del bizcocho es US\$ 10.000 y el del limón es US\$ 2.000, los compradores estarán dispuestos a pagar en cualquier caso solo US\$ 2.000. Esto, a su vez, conllevaría a que nadie estuviera dispuesto a ofrecer bizcochos y, por ende, este mercado podría no existir. Para el caso de los valores financieros, y siguiendo con esta lógica, los inversores no podrían ser capaces de distinguir entre bizcochos y limones y, por tanto, solo estarían dispuestos a invertir en ambos si obtienen una rentabilidad de limones necesaria para cubrir el riesgo de prestarle a un deudor de baja calidad crediticia. En este escenario, el volumen de operaciones crediticias hechas en el mercado de bizcochos (o prestatarios de bajo riesgo) sería muy escaso.

4 Los inversores deben tener en cuenta otros elementos, además de la calificación, como la liquidez de los bonos, el flujo de caja que ofrecen, el calendario de amortizaciones de capital, la moneda en que son emitidos, el nivel y pendiente de las curvas de rendimiento de referencia, la carga impositiva que tengan estos títulos, la tasa libre de riesgo de referencia, entre otros factores.

tomar una decisión financiera, especialmente cuando las tres conducen al mismo resultado. Como se verá más adelante en el capítulo dedicado al caso uruguayo, esto último no ha pasado en recientes años.

Debido a que el soberano es la máxima autoridad y tiene el poder para imponer su voluntad en la jurisdicción que gobierna, los acreedores tienen limitados recursos legales o de otro tipo en caso de que aquel no pueda o no quiera hacer frente a los servicios de su deuda. Es que aún cuando un soberano tenga suficiente capacidad de pago podría estar incentivado a no cumplir con sus obligaciones si considerara que los costos políticos o sociales de hacerlo serían muy elevados en relación al beneficio obtenido. Además, a diferencia de lo que sucede con los bonos corporativos, en la deuda soberana no existe un código de bancarrota en caso de que un país entre en *default*, por lo que el tenedor de bonos no tiene cómo acceder a los activos del gobierno en cuestión para rescatar parte de su inversión. Es así que la solvencia de un país y su calidad crediticia no solo dependerán de su capacidad de pago, sino también de su voluntad de hacerlo.

Por tanto, dado que las CR tratan de medir la voluntad y la capacidad futura de los emisores para cumplir con sus obligaciones, el proceso de calificación tiene un carácter subjetivo, tal como lo establece Pena (2000). También tiene un importante componente cualitativo, ya que no está basado totalmente en modelos rígidos, dependientes de una serie de ratios predeterminados.

Estos riesgos relativos se *mapean* a través de una escala de notas alfanuméricas, en *ratings* discretos. Para asignar una determinada nota (conocida en la jerga financiera como *notch*) a un emisor, las agencias se basan en aquellas variables cualitativas o cuantitativas que consideran necesarias y, a su vez, asumen que estas son confiables. En el caso de las calificaciones a soberanos, tal como lo definen Jaramillo y Tejada (2011), sus *ratings* crediticios intentan establecer medidas de probabilidad de incumplimiento (*default*) elaboradas por las agencias.

Tal como establece Ponce (2009), estas firmas cumplen con los roles de certificación al asignar un determinado *rating* a los emisores, además de ser divulgadores de información, dado que elaboran informes para los inversores. Desde sus inicios a comienzos del siglo XX hasta la década de 1970, las calificadoras realizaban sus dictámenes sin cobrarle al emisor y financiaban sus operaciones a través de la venta de reportes a inversores interesados. Sin embargo, esta tendencia comenzó a cambiar a comienzos de dicha década. Actualmente, todas las calificadoras financian su operativa a través del cobro de una cuota anual a los emisores y divulgan públicamente las acciones de *rating* crediticio al mercado. Cada calificadora debe firmar un contrato con el soberano por el servicio de evaluar su riesgo crediticio. En los contratos se especifica que los gobiernos deben proveer información apropiada y suficiente de forma de que las CR puedan llegar a un dictamen. Las calificadoras aclaran que confían en la veracidad de los datos que sus clientes les proporcionan y que no tienen obligación alguna de verificarlos o de realizar auditorías.

Cuando una nota es asignada, las CR publican un comunicado de prensa indicando cuál fue su acción concreta y atienden los requerimientos de la prensa. Las calificadoras reconocen, a su vez, que algún tipo de información provista por el emisor puede ser tratada como *confidencial*, por lo que podría no ser divulgada a terceros.

Si bien cada agencia actualiza sus calificaciones y/o perspectivas cuando lo considera conveniente, es común que al menos dos analistas visiten el país. Luego, estos presentan el caso ante un comité (*Sovereign Rating Committee*), que tiene la última palabra a la hora de realizar alguna acción de *rating* (*rating actions*). El comité está integrado por varios analistas que evalúan a otros países en cuestión.

Las CR disponen de un analista primario (*lead analyst*) que se encarga de hacer un seguimiento periódico sobre la realidad del país en cuestión. Generalmente, el analista primario concurre, al menos una vez por año, al país en cuestión para realizar una actualización del *rating*, acompañado de al menos otro colega. Durante su estadía, los analistas mantienen reuniones con autoridades de los ministerios de hacienda, oficinas de crédito público, bancos centrales, organizaciones empresariales, empresas, politólogos, entre otros. Luego, el analista primario presenta el caso del país en cuestión a un comité integrado por varios analistas de una gran cantidad de países de las agencias. Allí se delibera la nota corriente que tiene el país, pudiéndose modificar la perspectiva o la propia calificación crediticia. Las decisiones se toman por mayoría absoluta del comité.

2.1 Calificaciones y nomenclatura

Las agencias Fitch y S&P usan notas que van desde AAA, AA, A y BBB para riesgos crediticios de largo plazo, catalogados como GI, y, por otro lado, BB, CCC, CC, C, SD y D para los riesgos crediticios de largo plazo *especulativos* o no grado inversor. Moody's, por su parte, utiliza notas con mayúscula/ minúscula que van desde el Aaa, Aa, A, Baa, Ba, B, Caa, Ca, C. A su vez, dentro del GI hay activos catalogados como de *Máxima Calidad*: Fitch y S&P utilizan signos de + y - (AA+, AA, AA-) mientras que Moody's utiliza números (Aa1, Aa2, Aa3). Le siguen los títulos catalogados como *Fuerte Capacidad de Pago* (AA-, A+, A, A-; Aa3, A1, A2, A3) o *Capacidad de Pago Adecuada* (BBB+, BBB, BBB-; Baa1, Baa2, Baa3).

Dentro del grado especulativo, la subdivisión es para los títulos con *Pago Probable pero Incierto* (BB+, BB, BB-; Ba1, Ba2, Ba3). Le siguen los valores catalogados como *Vulnerables* (B+, B, B-; B1, B2, B3); *Muy Vulnerables* (CCC+, CCC, CCC-; Caa1, Caa2, Caa3) y finalmente los de *Incumplimiento* (CC, C, D; Ca, C).

Cada nota también tiene asociada una determinada *perspectiva*, que puede ser *positiva*, *estable* o *negativa*. Cuando un soberano, o los títulos de su deuda, tiene una perspectiva positiva, entonces tiene una probabilidad mayor al 50% de que la calificadora en cuestión aumente su nota crediticia en los siguientes

seis meses a dos años (el plazo depende de cada CR). Cuando es estable implica que tiene mayor probabilidad de permanecer igual en dicho plazo y cuando es negativa tiene mayor chance de ser rebajada. En la gran mayoría de los casos las calificadoras primero revisan la perspectiva de la nota, aunque podrían tener una acción de *rating* sin haber modificado previamente la perspectiva.

En el caso particular de Moody's, la agencia puede, además de cambiar la perspectiva de la nota, poner bajo revisión *positiva/negativa* la nota vigente. Ello implica que la probabilidad de subir/bajar la calificación actual puede darse en un plazo menor que cuando esta agencia cambia la perspectiva (incluso podrían darse subas o bajas en más de un escalón). Por ejemplo, el 16 de julio de 2010, Moody's puso bajo revisión *positiva* la nota de la deuda uruguaya, que en ese momento estaba en Ba3. Luego, el 8 de diciembre de ese mismo año, Moody's finalmente elevó la nota de Uruguay y lo hizo en dos escalones (cuando generalmente se suben o bajan de un *notch* por vez): Ba1.

A su vez, las CR distinguen entre las obligaciones financieras que están nominadas en moneda local o en moneda extranjera. Generalmente, las primeras cuentan con mejor calificación (o igual) que las segundas, debido a que se entiende que el emisor (especialmente si es un soberano) tiene mejor acceso al mercado local para fondear sus operaciones. Al mismo tiempo, se parte de la premisa de que los gobiernos pueden obtener recursos en la moneda doméstica, ya sea vía el aumento de impuestos y/o emisión de dinero primario, por lo que el riesgo crediticio es menor. En contraste, los gobiernos deben contar con un adecuado nivel de reservas internacionales o acceso fluido a los mercados de capitales globales para poder servir la deuda nominada en moneda extranjera.

También realizan una discriminación entre la calificación de corto y largo plazo, ya que la capacidad de pago a lo largo del tiempo puede variar en función de las reservas actuales, perspectivas de crecimiento económico de mediano plazo, etc. No obstante, por defecto, las calificaciones que el mercado, analistas y público en general toman en cuenta para poder comparar con todos los países son las de largo plazo y en moneda extranjera. Para el caso de los países desarrollados, que casi siempre solo emiten en sus propias monedas (EEUU, países integrantes de la zona Euro, Japón, Inglaterra), se toma en cuenta su calificación a largo plazo.

3. Revisión bibliográfica

Tal como fue mencionado anteriormente, las agencias calificadoras evalúan la voluntad y capacidad de pago de un emisor de deuda. Es decir que sus dictámenes se basan en un componente subjetivo pero también en otros sistemáticos, de análisis –o sea, variables más *cuantificables*– que toman como referencia los factores económicos, financieros, políticos, etc.

La evaluación de la voluntad de pago por parte de cada emisor es algo muy difícil de realizar, ya que depende de decisiones arbitrarias por parte de los

gobiernos de turno. Una de las *proxy* tomadas en cuenta para evaluar la disposición al pago de las obligaciones de un soberano es su reciente historia crediticia, o sea, si en los últimos años se han producido eventos de *default*. La cantidad de años elegida depende de la metodología de cada agencia.

También analizan que, aún en el caso de que un emisor haya realizado una reestructura de las condiciones originales de la deuda, el valor presente neto (VPN) ofrecido a los inversores no haya sido menor al existente antes de la propia reestructura. En otras palabras, si el tenedor de bonos de un soberano no registró pérdidas en el VPN como consecuencia de un canje o reestructura de deuda.

En tanto, los factores *objetivos* utilizados por las CR, que determinan la capacidad de pago de un emisor, han sido un elemento de estudio en la reciente literatura, tal como lo describen Mellios y Paget-Blanc (2003). Bajo este enfoque, el deterioro intencional de las condiciones macroeconómicas y/o financieras de un país puede ser la causa de la cesación de pagos.

Si bien tradicionalmente las CR no han explicitado qué variables utilizan y cómo las ponderan para evaluar el riesgo crediticio de un emisor, desde la segunda mitad de la década de 1990 varios autores intentaron interpretar sus acciones. Estos estudios adquirieron mayor relevancia dado que, a partir de esa década, la mayoría del flujo de entrada de capitales, especialmente para financiar a los gobiernos, provino de la emisión de bonos públicos (en detrimento del financiamiento tradicional bancario a los gobiernos). En ese contexto, el interés de la comunidad inversora por saber cuáles variables se toman en cuenta para asignar una calificación crediticia de los bonos soberanos ha ido en aumento.

Cantor y Packer (1996) fueron de los primeros investigadores en tratar de responder esta pregunta al presentar un análisis sistemático de los determinantes y el impacto de los *ratings* crediticios sobre los bonos soberanos, de acuerdo con las calificaciones asignadas por las agencias Standard & Poor's y Moody's Investors Service.

Los autores concluyeron que las acciones de calificación, o sea, subas, bajas, mantenimiento y/o cambio de perspectivas en las calificaciones soberanas, podían ser explicadas por un número reducido de variables macroeconómicas, que, a su vez, eran ponderadas de forma muy similar. No obstante, también aclararon que las calificadoras brindaban poca orientación al mercado acerca de cuál es la ponderación de las variables en sus decisiones de *ratings*. También concluyeron que la valuación que el mercado hacía acerca del riesgo crediticio soberano –tomando en cuenta el rendimiento pedido a los bonos de los países en cuestión– estaba en línea con los *rankings* relativos de las calificadoras al momento de la realización de ese trabajo. Además, también encontraron que los anuncios de cambios de *ratings* tienen un efecto significativo en los precios de los bonos calificados por debajo del grado inversor.

Básicamente, Cantor y Packer utilizaron datos macroeconómicos (*cross section*) para explicar los distintos rendimientos de los bonos soberanos y luego

los compararon con una escala ordinal de las notas de la deuda. Las variables que encontraron como significativas para explicar el rendimiento de los bonos de los países emisores son solo ocho⁵:

- PIB *per capita* (+). Esta variable puede servir como una *proxy* de la estabilidad política y otros importantes factores (a mayor PBI per cápita, mayor estabilidad).
- Tasa de crecimiento del PIB real (+). Una mayor relativa tasa de crecimiento económico esperada sugiere que el ratio de deuda pública/PIB tenderá a bajar en los siguientes años y, por tanto, será más fácil servir la deuda.
- Inflación (-). Una mayor tasa de inflación o inflación creciente podría estar indicando problemas estructurales de las finanzas de un gobierno. Además, la no satisfacción del público con una mayor inflación podría conducir a una mayor inestabilidad política.
- Resultado Fiscal (+). Un mayor déficit fiscal podría absorber un mayor ahorro privado doméstico y sugiere que los gobiernos pueden tener poca habilidad o predisposición para incrementar los impuestos para cubrir el gasto público creciente.
- Posición Externa (+). Un mayor déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos podría estar indicando que los sectores público y privado de la economía en cuestión se basan en una confianza en los fondos provenientes del exterior para financiarse.
- Deuda Externa (-). Un aumento en el stock de deuda externa podría estar correlacionado con una mayor probabilidad de *default*. El riesgo aumenta a medida que se incrementa el ratio de deuda nominada en moneda extranjera en relación a las exportaciones.
- Desarrollo Económico (+). Países con mayor nivel de desarrollo tienden a ser menos proclives a no cumplir con sus compromisos financieros debido a que sus economías están más integradas al resto del mundo. Los autores utilizaban como *proxy* de este indicador la clasificación de países industrializados propuesta por el Fondo Monetario Internacional (FMI).

⁵ El hecho de que los autores hayan elegido un modelo de regresión con pocas variables obedece al principio básico de la Econometría, conocido como *parsimonia*. En ese sentido, un paso importante en la construcción de un modelo es el de la elección de variables a incluir (y cuáles excluir). Los mecanismos para la selección de variables no son fáciles de especificar, ya que dependen, en gran medida, del tipo de modelo, del contexto de utilización y de las propias características del proceso analizado. La única norma clara es que ante dos posibles modelos, similares en otros aspectos, siempre se preferirá el que sea más sencillo y menos variables tenga (criterio de parsimonia).

- Historia de *Default* (-). Aquellos países con historias recientes de *default* cuentan con un riesgo crediticio mayor. En concreto, los autores proponían utilizar un indicador que midiera la reputación crediticia de un país si este había entrado en cesación de pagos o no. El plazo tomado fue de los últimos 25 años.

Una vez definidas las variables, los autores buscaron cuantificar la relación entre estas, en 49 países analizados en setiembre de 1995, y los *ratings* crediticios, según un modelo de regresión simple⁶ (conocido como el método de *Mínimos Cuadrados Ordinarios*). Para ello, asignaron valores numéricos a los *ratings* crediticios que oscilaban entre uno (para las categorías de B3/B) y 16 (Aaa/AA), en base a un promedio de las calificaciones de S&P y Moody's (de forma de obtener una sola variable dependiente). La regresión, que tenía como variable dependiente las notas de ambas agencias, y como independientes, las ocho variables antes mencionadas, explicaba más del 90% de la variación muestral⁷.

La metodología de esos autores fue replicada por Juntter y McCarthy (2000) para el período de 1996 a 1998. Para ese lapso, el poder predictivo del modelo original planteado por Canter y Packer se había deteriorado significativamente debido a que en 1997 estalló la crisis financiera de Asia. Esta tuvo un efecto contagio en otros países emergentes, como Brasil o Rusia. En consecuencia, quedó en evidencia que los resultados no serían estables con el correr del tiempo.

Alfonso (2003), utilizando la misma metodología que Cantor y Packer con datos hasta junio de 2001, concluyó que para los países industrializados el PBI per cápita es la única variable relevante para determinar sus niveles de *rating*, mientras que para los emergentes el nivel de endeudamiento externo jugaba un papel clave en sus niveles de calificaciones crediticias.

Mellios and Eric Paget-Blanc (2003) plantearon que el hecho de preseleccionar algunas variables –especialmente las cualitativas, que buscan ser una *proxy* de la voluntad de pago de los países– puede generar sesgos en los parámetros estimados. Para ello, compilaron 49 variables económicas y políticas de 86 países al cierre de 2003. Como variable dependiente eligieron el promedio de las calificaciones de los bonos en moneda extranjera hechas por Moody's, Fitch y S&P. Mediante el método de *Análisis Principal de Componentes*⁸ lograron reducir el conjunto de variables explicativas del modelo a 13.

6 Los autores encontraron que el modelo lineal simple se ajustaba mejor que las alternativas de modelos no lineales, como los logarítmicos o exponenciales. En la misma línea, los autores Kaplan y Urwitz (1979) también habían encontrado que estos modelos eran más eficientes para estudiar los *ratings* de corporaciones.

7 En ese sentido, el coeficiente de determinación ajustado de dicha regresión, conocido como *R2 ajustado*, fue de 92.4%.

8 El método de Análisis de Componentes Principales (ACP) es una técnica utilizada para reducir la *dimensionalidad* de un conjunto de datos. Intuitivamente, la técnica sirve para hallar las causas de la variabilidad de un conjunto de datos y ordenarlas por importancia. El ACP se emplea, sobre todo, en análisis exploratorio de datos y en la construcción de modelos predictivos, reduciendo el *set* inicial de variables independientes, eliminando variables

4. Metodología de las calificadoras

En este capítulo se hará una descripción de las metodologías actuales que emplean las tres principales CR (Moody's, Fitch y Standard & Poor's), según los manuales de las propias CR.

- Moody's

Esta agencia explícita que no existe modelo cuantitativo que pueda captar adecuadamente la compleja red de factores que conducen a un gobierno a dejar de pagar su deuda. También aclara que la calificación de un soberano requiere una evaluación de una combinación de factores cuantitativos y cualitativos, cuya interacción es a menudo difícil de predecir. Además, por la naturaleza misma de la soberanía, un gobierno puede decidir no pagar su deuda a pesar de tener los recursos para hacerlo. Por esa razón, un enfoque mecanicista basado en factores cuantitativos es por sí mismo incapaz de captar la complejidad de la interacción entre factores políticos, económicos, financieros y sociales que definen el grado de riesgo para los acreedores, señala Moody's en la última revisión metodológica de setiembre de 2008.

Siguiendo a Moody's, hay tres etapas en el proceso de calificación de bonos soberanos que lleva a que una determinada calificación crediticia pueda ser modificada en el Comité de Analistas.

El primer paso, *Capacidad de Resistencia de la Economía*, consiste en determinar la capacidad de absorción de impactos del país, basado en la combinación de dos factores:

- 1) La fortaleza económica del país. Esta es capturada, en particular, por el PIB per cápita –el mejor indicador de la solidez económica– y, a su vez, es la que mejor mide la capacidad de absorción de la economía de *shocks* no esperados. Moody's complementa este indicador tomando en cuenta el grado de diversificación de la economía –o su escala–, así como los factores estructurales que contribuyen a su fortaleza de largo plazo. A su vez, cada factor se divide en cinco posibilidades: muy alto, alto, moderado, bajo y muy bajo. En cada informe crediticio, Moody's informa dónde ha quedado posicionado cada país.
- 2) La fortaleza institucional del país. La pregunta clave es si la calidad marco-institucional de un país y el gobierno –como el respeto al derecho de propiedad, la transparencia, la eficiencia y la previsibilidad de la acción del gobierno, el grado de consenso en los objetivos clave de la acción política– favorece el respeto de los contratos.

redundantes y solo eligiendo aquellas variables con mayor poder explicativo. Al igual que el método MCO, el ACP busca obtener la menor cantidad de variables posibles (criterio de parsimonia).

La combinación de estos dos indicadores ayuda a determinar el *grado de resistencia* y la posición del país en la escala de calificación: muy alto, alto, moderado, bajo o muy bajo.

El segundo paso, *Robustez Financiera del Gobierno*, se centra en la situación del endeudamiento público y de la combinación de los factores que siguen:

- 3) La fortaleza financiera del gobierno. La cuestión es determinar lo que debe ser pagado y la capacidad que tienen los gobiernos para movilizar recursos para lograr ese objetivo. Por ejemplo, el margen que tengan para aumentar los impuestos, recortar el gasto, vender activos, la obtención de divisas, etc.
- 4) La susceptibilidad a los eventos de riesgo que puedan impedir el normal pago de las obligaciones financieras. La cuestión es determinar si la situación de la deuda puede empeorar por la ocurrencia de eventos económicos, financieros o políticos adversos.

La combinación de estos dos indicadores ayuda a determinar el grado de *solidez financiera* y a afinar el posicionamiento del país en la escala de calificación.

La tercera etapa, *Determinación del Rating Crediticio*, consiste en ajustar el grado de fortaleza económica con el grado de solidez financiera. Esto da como resultado la identificación de un rango o entorno en el que debería estar situada la calificación, que generalmente tiene una amplitud de tres *notches*⁹. La determinación exacta de la calificación se realiza sobre la base de una comparación entre pares y los factores de ponderación adicionales que pueden no haber sido adecuadamente capturados anteriormente.

Según la metodología de Moody's, la calificación en moneda local de bonos del gobierno puede diferir de la de sus pares en moneda extranjera (la calificación de bonos en moneda local por lo general es más alta) por las razones ya explicadas en este trabajo.

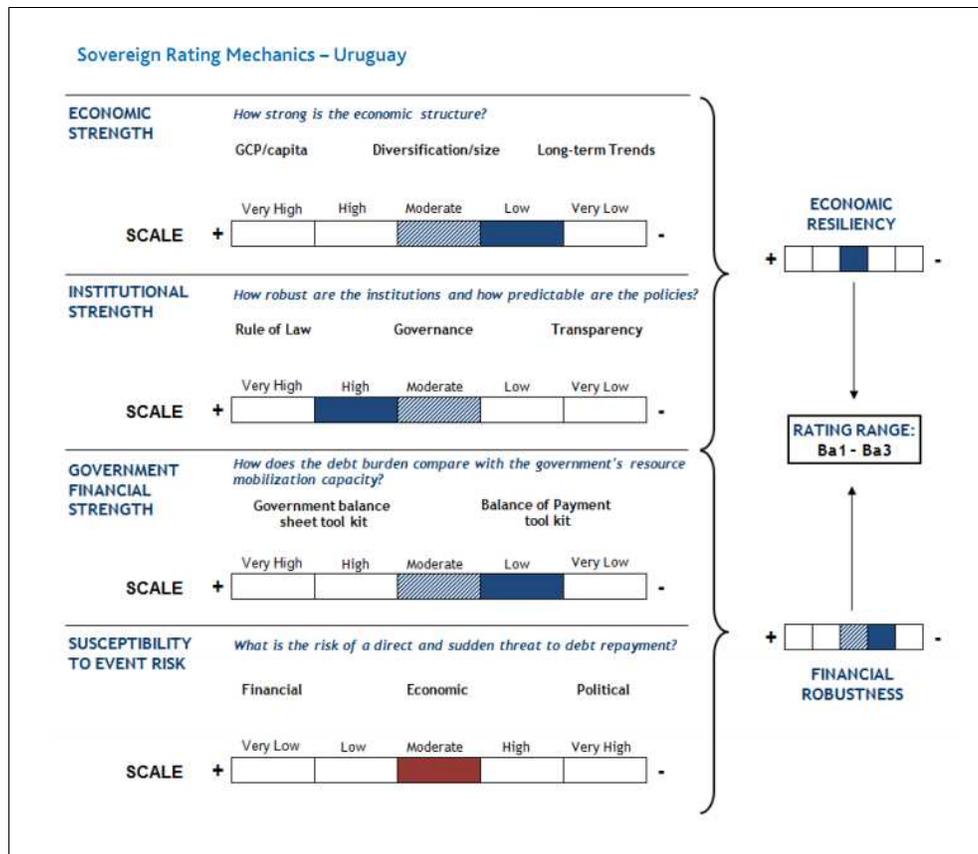
En el siguiente esquema se presenta la evaluación que hizo Moody's sobre Uruguay, de acuerdo con el reporte de mayo de 2011¹⁰, donde quedó en el rango Ba1-Ba3.

Figura 1. Evaluación sobre Uruguay

9 Por ejemplo, para el caso uruguayo la escala estuvo entre Ba3 y Ba1, de acuerdo con el último informe crediticio del país en mayo de 2011. En diciembre de 2010 Moody's había elevado la nota de la deuda de Uruguay a Ba1.

10 El documento está disponible en:

<http://deuda.mef.gub.uy/documents/15486/39658/Uruguay+Credit+Analysis+Moody's_May_2011.pdf?version=1.0>.



Fuente: Moody's sobre Uruguay.

- Fitch

El enfoque de Fitch para el análisis de riesgo soberano es una síntesis de los juicios cuantitativos y cualitativos que buscan capturar la disposición y la capacidad de un soberano para cumplir con sus obligaciones de deuda, según consta en su manual de metodología actualizado en agosto de 2011.

Esa agencia elabora el *Sovereign Issuer Default Rating* (IDR, por su sigla en inglés), una evaluación de la capacidad de un soberano y su voluntad de cumplir con sus obligaciones actuales y futuras en tiempo y forma. El IDR se divulga en moneda local y extranjera –de corto y largo plazo– y solo refleja la probabilidad de que el soberano no cumpla con el pago de su deuda a los inversores privados. La división de calificación entre monedas obedece a que desde la perspectiva crediticia del soberano pueden existir diferencias si se toma en cuenta en qué mercados se emiten esos títulos y quiénes son sus principales tenedores (residentes o no residentes). Debido a que los gobiernos tienen capacidad de obtener ingresos en moneda local vía aumentos impositivos o emisión de dinero por parte de sus bancos centrales o a través del mercado de capitales domésticos (que son más estables que los mercados

globales, especialmente durante períodos de alta volatilidad), Fitch generalmente otorga una calificación superior a los títulos en moneda doméstica comparados con los emitidos en moneda extranjera de un mismo soberano.

Fitch aclara que el análisis de la calificación incorpora una amplia gama de factores, y no solo la fortaleza financiera del soberano, e incluye una evaluación de lo siguiente:

- desempeño macroeconómico y perspectivas;
- características estructurales de la economía que la hacen más o menos vulnerable a períodos más volátiles, incluidos los riesgos para la estabilidad macroeconómica y las finanzas públicas planteadas por el sector financiero, así como el riesgo político y los factores de gobernabilidad;
- las finanzas públicas, incluyendo la estructura y la sostenibilidad de la deuda pública;
- la situación externa, con un enfoque particular en la viabilidad de la balanza comercial, la financiación de la cuenta corriente y los flujos de capital, así como el nivel y la estructura de la deuda externa (pública y privada).

Pese a que Fitch reconoce que los factores cualitativos importan mucho a la hora de calificar a un soberano, a tal punto que la calificación no puede ser predicha por ningún modelo, la agencia desarrolló un *Modelo de Calificación Soberana* (SRM, por su sigla en inglés) que genera un *score* esperado para las IDR de largo plazo en moneda extranjera. El SRM entró a regir a partir de la segunda mitad de 2011. Se trata de una aplicación econométrica del método de *Mínimos Cuadrados Ordinarios* que toma en cuenta 17 variables económicas-financieras relevantes. Es decir, Fitch realiza una estimación MCO de los valores esperados de las calificaciones tomando en cuenta una muestra de esas variables de los últimos diez años. Dicho modelo se actualiza anualmente de forma de obtener sus parámetros.

Para formar parte de dicho modelo, esas 17 variables tuvieron que cumplir la condición de ser estadísticamente significativas al 95% y, además, tuvieron que contar con el signo esperado. Básicamente, las variables independientes se agrupan del siguiente modo:

- i. Orden Macroeconómico: crecimiento real del PIB, volatilidad del crecimiento real, inflación.
- ii. Finanzas Públicas: resultado fiscal, deuda bruta, pagos de intereses y deuda pública en moneda extranjera.
- iii. Finanzas Externas: dependencia de los *commodities*, resultado de la cuenta corriente más inversión extranjera directa, deuda bruta externa, intereses de la deuda externa, reservas internacionales.
- iv. Aspectos Estructurales: profundidad del sistema financiero, PBI per cápita, indicadores de gobernanza del Banco Mundial, estatus de la reserva de la moneda, historia de incumplimiento de la deuda.

En muchas ocasiones, la calificación que predice el modelo no coincide con la nota real que asignan los analistas de esa agencia. En ese sentido, para la prueba entre 2000 y 2009, el 35% de las calificaciones que predecía el SRM coincidía con la nota real y hasta el 79% de los *ratings* predichos por ese modelo no se distanciaba en más de un escalón de la verdadera nota, según la propia Fitch.

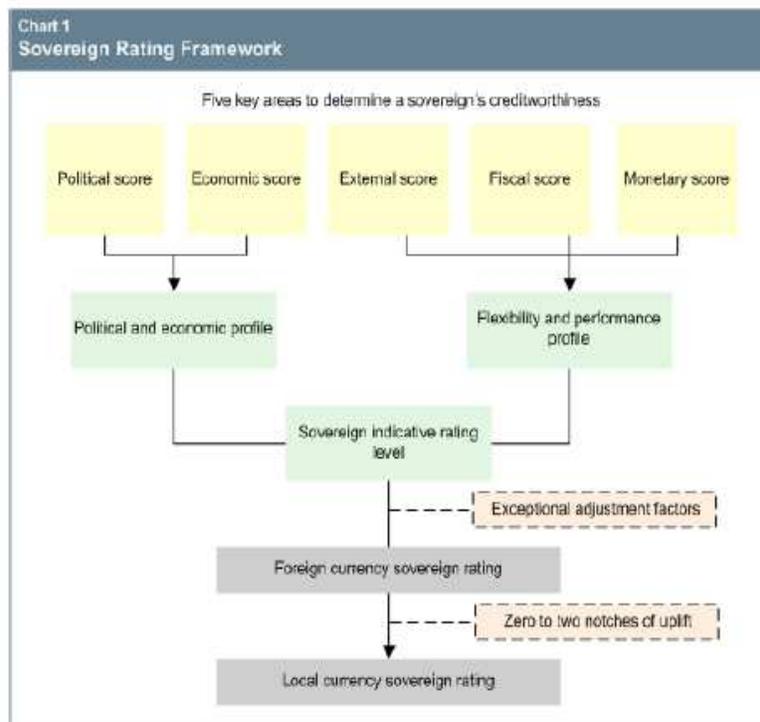
- Standard & Poor's

A partir de junio de 2011, S&P divulgó su nueva metodología del *rating* crediticio, que toma en cuenta cinco factores claves para la calificación crediticia de un soberano:

- Efectividad institucional y riesgo político, que se recoge en el *score* político.
- Estructura económica y perspectivas de crecimiento, que se recoge en el *score* económico.
- Liquidez internacional y posición de inversión extranjera, que se recoge en el *score* externo.
- *Performance* fiscal y nivel de deuda, que se recoge en el *score* fiscal.
- Flexibilidad monetaria, que se recoge en el sector monetario.

Para cada uno de estos *scores*, S&P asigna una puntuación que va de una escala de uno (con mayor fortaleza) hasta el seis (más débil). Cada *score* está basado en una serie de factores cuantitativos y cualitativos. A su vez, los criterios que combinan los *scores* políticos y económicos determinan el *perfil político-económico* del soberano. Los restantes tres *scores* determinan su *perfil de flexibilidad y performance*. A su vez, estos dos perfiles combinados determinan un nivel indicativo de *rating* para la deuda de largo plazo en moneda extranjera. Factores excepcionales podrían modificar este nivel primario de *rating*. Una vez obtenido el *rating* final de la deuda en moneda extranjera, la metodología de S&P establece que se debe determinar la calificación en moneda nacional y esta podrá ser igual a la de la primera o incluso estar hasta dos niveles más arriba. El proceso de calificación se describe en el siguiente cuadro:

Cuadro 1. Proceso de calificación



Fuente: Metodología de S&P.

4.1. Las calificaciones de la deuda de Uruguay y la valoración del mercado

En el cuadro siguiente se muestra la nomenclatura que utilizan las calificaciones y una comparación entre ellas tomando en cuenta las agencias de *rating* que le asignan una nota a Uruguay.

Cuadro 2. Calificación de la Deuda de Largo Plazo en Moneda Extranjera de Uruguay

Nota	Moody's	S&P	Fitch	DBRS	R&J	Capacidad de pago
Muy alta	Aaa	AAA	AAA	AAA	AAA	Máxima calidad
	Aa1	AA+	AA+	AA+	AA+	
	Aa2	AA	AA	AA	AA	
	Aa3	AA-	AA-	AA-	AA-	Fuerte capacidad
	A1	A+	A+	A+	A+	
	A2	A	A	A	A	
	A3	A-	A-	A-	A-	Capital de pago adecuada
	Baa1	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	
	Baa2	BBB	BBB	BBB	BBB	
Baa3	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-		
Alta	Ba1	BB+	BB+	BB+	BB+	Pago probable pero incierto
	Ba2	BB	BB	BB	BB	
	Ba3	BB-	BB-	BB-	BB-	
	B1	B+	B+	B+	B+	Vulnerable
	B2	B	B	B	B	
	B3	B-	B-	B-	B-	
	Caa1	CCC+	CCC+	CCC+	CCC+	Muy vulnerable
	Caa2	CCC	CCC	CCC	CCC	
	Caa3	CCC-	CCC-	CCC-	CCC-	
	Ca	CC	CC	CC+	CC+	Incumplimiento
	C	C	C	CC	CC	
		D	D	CC-	CC-	

Fuente: Calificadoras de riesgo. Con información actualizada al 31 de Mayo de 2012.

De acuerdo con el FMI (2010), 74 empresas calificadoras de riesgo están listadas, pero solo tres agencias lideran el mercado de calificaciones crediticias con presencia global: Standard & Poor's (S&P), Moody's Investor Services y Fitch Ratings. S&P califica a 125 bonos de países soberanos, Moody's, a 110 y Fitch Ratings, a 107. Estas tres, junto con la japonesa Rating & Investment Information Inc. (R&I) y la calificadora de origen canadiense DBRS, son las que asignan una nota a los bonos soberanos uruguayos.

Tomando en cuenta los dictámenes de las tres principales agencias, el cuadro siguiente muestra la ubicación de la calificación crediticia de Uruguay en relación con otros países emergentes, que en lo que va de 2012 han visto modificados sus calificaciones.

Cuadro 3. Cuadro comparativo de la calificación de Uruguay y de otras economías emergentes según las tres grandes agencias

CALIFICACIÓN LARGO PLAZO MONEDA EXTRANJERA (*)						
País	MOODY'S		S & P		FITCH	
	Calificación	Perspectiva	Calificación	Perspectiva	Calificación	Perspectiva

Chile	Aa3	Estable	A+	Estable	A+	Estable
Sudáfrica	A3	Estable	BBB+	Estable	BBB+	Estable
México	Baa1	Estable	BBB	Estable	BBB	Estable
Rusia	Baa1	Estable	BBB	Estable	BBB	Positiva
Brasil	Baa3	Positiva	BBB-	Estable	BBB	Positiva
Perú	Baa3	Estable	BBB-	Positiva	BBB-	Positiva
Costa Rica	Baa3	Estable	BB+	Estable	BB+	Estable
India	Baa3	Estable	BBB-	Estable	BBB-	Estable
Rumania	Baa3	Estable	BB+	Estable	BB+	Estable
Colombia	Baa3	Estable	BBB-	Estable	BBB-	Estable
Uruguay	Ba1	Positiva	BBB-	Estable	BB+	Positiva
Indonesia	Ba1	Estable	BB	Positiva	BB+	Positiva
Turquía	Ba1	Estable	BB	Positiva	BB+	Positiva
Egipto	B2	Negativa	B	Negativa	B+	Negativa
Filipinas	Ba2	Estable	BB	Estable	BB+	Estable
Vietnam	B1	Negativa	BB-	Negativa	B+	Estable
Venezuela	B2	Estable	B+	Estable	B+	Estable
Argentina	B3	Estable	B	Estable	B	Estable

Fuente: Calificadoras de riesgo. Con información actualizada al 20 de Junio de 2012.

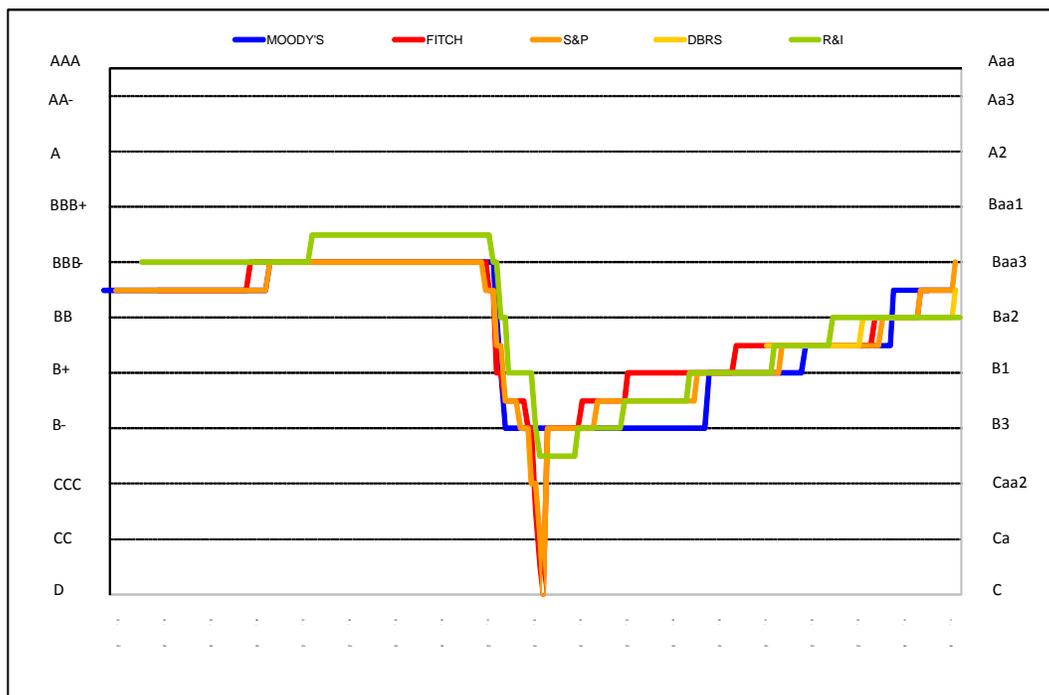
Tal como fue mencionado, actualmente Uruguay no cuenta con el grado inversor por parte de las tres agencias, sino solo por S&P. El grado inversor había sido quitado por las agencias como consecuencia del impacto de la crisis de Argentina de 2001 y 2002. Cabe destacar que Uruguay nunca contó con una mejor nota que el escalón más bajo dentro de la categoría de GI (BBB-, según la nomenclatura de S&P y Fitch, y Baa3, de acuerdo con la de Moody's), con la excepción de la calificadora japonesa R&I, que entre marzo de 1998 y marzo de 2002 catalogó a los títulos de deuda uruguayos un escalón por encima (BBB). El 14 de febrero de 2002, S&P fue la primer agencia en rebajar la nota de la deuda en moneda extranjera de largo plazo de BBB- a BB+, manteniendo su perspectiva negativa. S&P había calificado al país como GI desde el 13 de julio de 2007. El 11 de enero de 2002, había cambiado la perspectiva de la nota de la deuda de *estable* a *negativa*. Fitch degradó la nota de bonos uruguayos a la categoría de *especulativos* el 13 de marzo de 2002 (había puesto bajo la perspectiva negativa el 23 de julio de 2001) y Moody's lo hizo el 3 de mayo de 2002.

Sin embargo, como consecuencia de la exitosa reestructuración de deuda pública realizada por Uruguay en mayo de 2003 y tras el fuerte proceso de crecimiento económico que viene registrando el país desde entonces, las agencias crediticias aplicaron varias mejoras a la nota de la deuda uruguaya en los últimos años. La acción de *rating* más cercana la aplicó S&P el 3 de abril de 2012, cuando volvió a calificar a Uruguay con BBB-, o sea, dejándolo en el nivel más bajo dentro de la categoría de grado inversor. Anteriormente, el 26 de

enero de ese mismo año, Moody's había puesto bajo perspectiva positiva la nota de la deuda uruguaya, lo que dejó al país muy próximo a ese *status*.

La siguiente gráfica muestra la evolución de la nota de la deuda uruguaya (en moneda extranjera y de largo plazo).

Gráfica 1. Evolución del *rating* crediticio de Uruguay



Fuente: Calificadoras de riesgo. Con información actualizada al 31 de Mayo de 2012.

La pregunta que se ha formulado el gobierno, analistas e inversores, desde al menos el comienzo de 2011, y que ha generado debate público en los últimos meses es si dado el progreso que viene registrando la economía uruguaya, y además tomando en cuenta las calificaciones de los países de la región que alcanzaron el GI, Uruguay no debería entrar en la categoría de GI.

En ese sentido, Juambeltz y Saráchaga (2011) compilaron una serie de datos sobre la situación institucional, política, macroeconómica y financiera de Brasil, Colombia, México y Perú¹¹ (países catalogados como GI) y la compararon con la de Uruguay.

Los indicadores elegidos para hacer la comparación se basaron en los que figuraban en las metodologías de las CR y los sugeridos por la literatura. Como indicadores de *calidad institucional* se presentaron, para ser comparados con los países de referencia, los *Indicadores de Gobernabilidad* del Banco Mundial; el *Índice de Clima Económico* (Fundación Getulio Vargas y Universidad de

¹¹ Incluso en el caso de México su calificación crediticia estaba un escalón por encima del mínimo de grado inversor establecido por Fitch y S&P (BBB) y dos escalones por encima de lo establecido por Moody's (Baa1).

Munich); *Índice de Percepción de Corrupción* (Transparencia Internacional); *Índice de Democracia* (Economist Intelligence Unit); *Índice de Inestabilidad Política* (Economist Intelligence Unit); *Índice de Libertad Económica* (The Heritage Foundation); *Índice de Derechos de Propiedad* (Property Rights Alliance); *Índice de Libertad de Prensa* (Reporteros sin Fronteras); *Doing Business* (Banco Mundial).

Como indicadores de *situación macroeconómica* se presentaron: la evolución del PBI real de los últimos años; las proyecciones de crecimiento del PIB real para los próximos cinco años (FMI); PBI per cápita en dólares corrientes de los últimos tres años y proyecciones para el año corriente (FMI); variación real del PIB per cápita de los últimos tres años y proyecciones para el año corriente (FMI); tasa anual de desempleo abierta de los últimos tres años y proyecciones para el año corriente (FMI); crédito doméstico al sector privado en relación al PIB (Comisión Económica para América Latina y el Caribe y FMI); tasa anual de inflación de los últimos tres años y proyecciones para el año corriente (FMI).

En cuanto a los indicadores de *sector externo* se presentaron: las exportaciones en relación al PBI de los últimos cuatro años (Banco Mundial); el balance de la cuenta corriente de la balanza de pagos en relación al PIB de los últimos tres años y proyecciones para el año corriente (FMI); la deuda externa privada en relación al PIB de los últimos cuatro años (Banco Mundial).

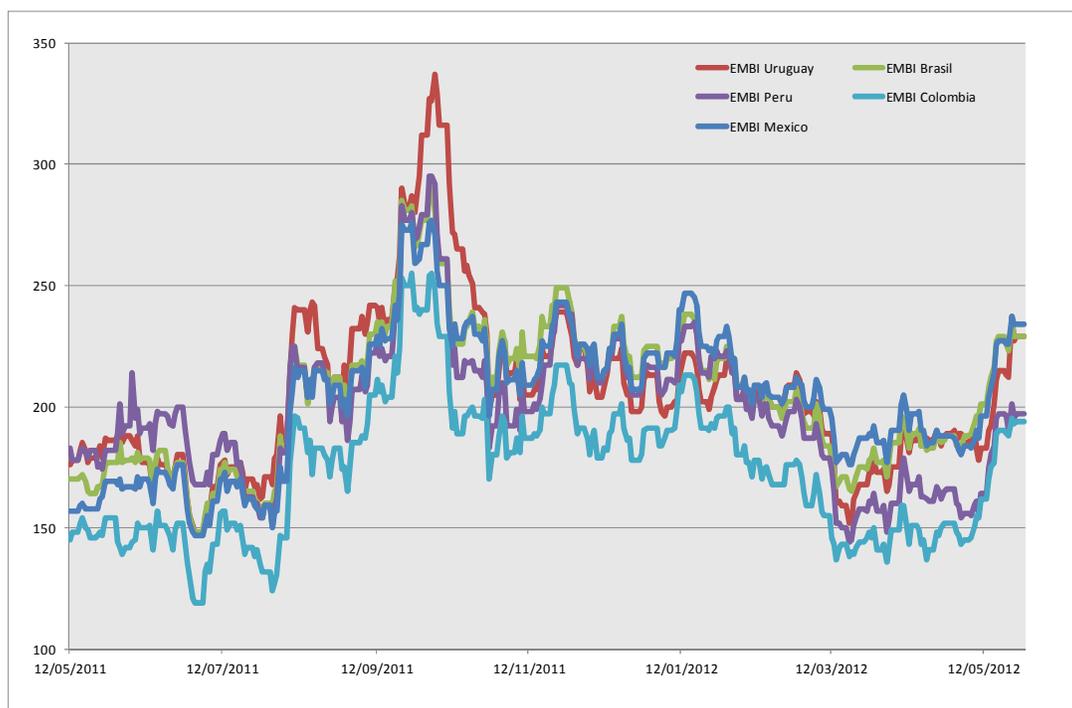
Como indicadores del *frente fiscal* y de la *situación de deuda* se presentaron los balances fiscales primarios del sector público global de los últimos tres años y proyecciones para el año corriente (FMI); la evolución de la deuda bruta y también neta (deuda bruta menos reservas internacionales) del sector público global en relación al PIB de los últimos tres años y proyecciones para el año corriente (FMI); la duración en años de la deuda de los gobiernos centrales de los últimos cuatro años; el vencimiento promedio en años y el porcentaje de deuda en moneda doméstica sobre el total de los gobiernos centrales (en base a datos de cada Ministerio de Hacienda de cada país).

Los autores establecieron que las condiciones de Uruguay en mayo de 2011 eran muy similares a las de los países de referencia y que el mercado ya había convalidado una mejor calificación para Uruguay tomando en cuenta el *spread* crediticio soberano que le exigían. El *spread* es la diferencia entre el rendimiento exigido a un conjunto de bonos líquidos emitidos en dólares por los países emergentes en los mercados internacionales de capital en relación al rendimiento de bonos emitidos por Estados Unidos, considerados como activos de menor riesgo crediticio. La unidad de medida es un punto básico (100 puntos básicos equivalen a 1%). Comparando la evolución del *Emerging Markets Bonds Index* (EMBI+)¹², elaborado por el banco de inversión JP

¹² De acuerdo con la propia definición de JP Morgan, el EMBI+ es un índice ponderado por la capitalización de mercado y registra los retornos de los instrumentos de deuda en dólares más transados en las economías emergentes. Fue creado para cubrir la necesidad de los inversores de contar con un índice de referencia más amplio que su predecesor (el EMBI, que solo agrupaba a los Bonos Brady emitidos a comienzos de la década de 1990 bajo el Plan Brady de reestructura de deuda de países de Latinoamérica), dado que el EMBI+ incluye los bonos globales y otros bonos de deuda voluntaria emitidos a partir de la década de 1990. JP Morgan calcula el EMBI+ para cada país que cuente con una calificación tope de Baa1 por Moody's o

Morgan con frecuencia diaria, y la calificación crediticia respectiva de cada país emergente, se puede observar cómo el *spread* de Uruguay no ha diferido demasiado del de los otros países desde comienzos de 2011. Dicha evolución se ve en la siguiente gráfica.

Gráfica 2. Evolución del *spread* crediticio de Uruguay y países de LATAM con IG medido a través del EMBI de JP Morgan



Fuente: JP Morgan. Con información actualizada al 31 de Mayo de 2012.

Por tanto, en la medida en que el EMBI de Uruguay converge hacia los valores de sus pares de Brasil, Perú y Colombia –incluso llegando a estar por debajo en períodos prolongados de tiempo–, podría inferirse que el mercado no ha venido asignando un mayor riesgo crediticio a Uruguay en relación a estos otros países de Latinoamérica.

A una conclusión similar arriban Borraz, Fried y Gianelli (2011), aunque estos autores toman en cuenta un enfoque econométrico tal como fue explicado en el capítulo III. En efecto, los autores sostienen que al finalizar el año 2010 la calificación de Uruguay no debería haber sido inferior a la de Brasil, Perú y

de BBB+ por S&P. El EMBI+ es de referencia a nivel mundial y es balanceado con una frecuencia mensual. Está compuesto por bonos denominados en dólares (Bonos Brady, Eurobonos) que tengan un circulante mayor a US\$ 500 millones y que tengan una vida mayor a dos años y medio. Se calcula en forma diaria desde el 31 de Diciembre de 1993. Posteriormente, a partir de julio de 1999, JP Morgan creó el EMBI Global usando un proceso diferente de selección de países y admitiendo instrumentos menos líquidos. En vez de seleccionar países de acuerdo con un cierto nivel de calificación crediticia, como se hizo con el EMBI+, el EMBI Global define mercados de países emergentes con una combinación de ingreso per cápita definido por el Banco Mundial y la historia de reestructuración de deuda de cada país.

Colombia. Como ya fue expresado, casi un año después, en abril de 2012, la calificadora S&P mejoró la nota de la deuda pública uruguaya a BBB-, posicionando al país como GI.

5. Calificaciones de emisores locales

Además de la calificación crediticia realizada por las agencias internacionales, las entidades que forman parte del mercado financiero uruguayo también cuentan con otra calificación, a escala nacional. Del mismo modo, en este caso las CR asignan una nota para corto y largo plazo del emisor, por un lado, y una perspectiva positiva, estable o negativa, por otro. Esta última, al igual que en las calificaciones externas, indica la posible dirección en que se pueden mover las calificaciones en el corto y mediano plazo.

Mientras que la escala local provee una medida relativa de la calidad crediticia de las emisiones o emisores dentro del mismo universo, la escala global brinda a los inversores información acerca de los diferentes riesgos crediticios de los países en el mundo. Según la metodología de Fitch, una entidad calificada con la nota local AAA implica contar con el mejor riesgo crediticio relativo dentro del país. O sea que, aún cuando una empresa local tenga la máxima calificación en escala nacional, esta siempre estará topeada por la calificación crediticia externa del país en que se encuentre dicha empresa. Las calificaciones nacionales no son comparables con las internacionales y son identificadas con el agregado de una denominación especial para cada país, que en el caso de Uruguay es (*uy*). Siguiendo con el ejemplo anterior, una empresa con la mejor calidad crediticia contaría con la nota AAA(*uy*) y sería el mejor crédito respecto de otras emisiones de firmas locales de Uruguay.

Las calificaciones a nivel local son para los siguientes activos financieros: títulos de deuda y/o sus acciones; títulos de deuda emitidos por instituciones financieras; finanzas estructuradas; administradoras de activos; fondos de inversión; agentes fiduciarios.

Las firmas registradas en el Registro de Valores del Banco Central del Uruguay son:

- Care Calificadora de Riesgo SRL.
- Fitch Uruguay Calificadora de Riesgo SA.
- Moody's Latin America Calificadora de Riesgo SA.
- Primera Calificadora Uruguay –PCU- Calificadora de Riesgo SA.

De acuerdo con la normativa vigente, la calificación en el mercado local debe ser actualizada al menos una vez por año¹³, durante todo el plazo de vigencia del valor financiero o empresa en cuestión.

Obviamente que al tratarse de activos financieros de empresas, instituciones financieras y otro tipo de organizaciones, las variables que toman en cuenta las

¹³ De acuerdo con la Circular N° 1.913 del 1° de Julio de 2004 del Banco Central del Uruguay.

CR difieren de las que toman en cuenta a la hora de analizar el riesgo crediticio de los gobiernos o de los países.

Básicamente, las CR se basan en los balances auditados anuales de las empresas para construir algunos indicadores, entre los que se destacan:

- Indicadores de Rentabilidad. Tomando en cuenta los resultados de balances, las calificadoras construyen, entre otros indicadores, el Retorno/Patrimonio o el EBITDA operativo (resultado operativo antes de amortizaciones y depreciaciones).
- Indicadores de Cobertura. Algunos indicadores como EBIDTA/Servicio de Deuda o EBIDTA/Intereses Financieros Brutos, entre otros.
- Estructura de Capital y Endeudamiento. Deuda de corto plazo/Deuda Total, entre otros.
- Flujo de Caja. Flujos de Caja Operativo, Inversiones de Capital, Flujos de Fondos Libre, Dividendos, Variación de Capital de Trabajo, entre otros.

A su vez, las CR presentan datos más elementales del balance de las empresas, generalmente en términos anuales y tomando en cuenta los últimos cinco años, como ser total de Activos, Caja e Inversiones Corrientes, Pasivos, Patrimonio, Resultado Neto, entre otros.

Además, las CR también describen en forma detallada las características de los títulos de deuda que califican (moneda en que fue emitida, plazo, tasa que paga, cronograma de amortizaciones de capital, etc.).

Los dictámenes que generan las agencias toman como fuente de información los últimos balances auditados de los emisores (generalmente, consideran los últimos cinco balances anuales en caso de contar con ellos); la auditoría externa del último balance anual; el o los prospectos de emisiones de los títulos; la propia información suministrada por la empresa y otras fuentes de información, como ser publicaciones de prensa.

En el Anexo I de este documento se presenta como ejemplo el dictamen vigente de Fitch para la calificación de títulos de deuda emitidos por la Administración Nacional de Usinas y Transmisiones Eléctricas (UTE), que esta empresa pública ha colocado en el mercado de valores local con fecha abril de 2012.

6. Consideraciones finales

Las CR se encargan de medir e informar a la comunidad inversora y público en general la capacidad y voluntad de pago en tiempo y forma de las obligaciones financieras realizadas por un emisor. Cada CR define su propia metodología para evaluar a los bonos soberanos basándose en aspectos cuantitativos y

cualitativos. Los dictámenes de las CR se encuentran contenidos en una determinada nota y perspectiva para el corto plazo.

El rol que tienen en los mercados financieros es muy importante, aunque limitado. Los dictámenes de estas agencias deben tomarse como una fuente más de información. Además de estos, se encuentran las evaluaciones de los propios inversores, asesores financieros, etc. Por tanto, los inversores que tomen en cuenta los *ratings* de estas agencias como un sustituto perfecto de sus propios análisis o de terceros no han comprendido cabalmente el rol que tienen las CR.

En este marco, es posible que no siempre coincida la opinión de las agencias con las del mercado (estas últimas medidas a través del *spread* crediticio de los bonos soberanos en cuestión). Por ejemplo, para el caso de Uruguay algunos análisis realizados recientemente concluyeron que los fundamentos con que contaba el país eran lo suficiente robustos como para ser catalogado como GI, especialmente al compararlos con los otros países de Latinoamérica de igual categoría.

ÍNDICE DE FUENTES

SECUNDARIAS

Bibliografía

ALFONSO A. (2003): "Understanding the Determinants of Sovereign Debt Ratings: Evidence of the Two Leading Agencies", *Journal of Economics and Finance*, 27, pp. 56-74.

Banco Central del Uruguay" [en línea]. Disponible en:
<<http://www3.bcu.gub.uy/autoriza/ggmvrf/registonuevo/calificadoras.htm>>
[05.03.11]

BORRAZ F., FRIED A. y GIANELLI D. (2011): "Análisis de las Calificaciones Soberanas: el caso Uruguayo", *Revista de Economía BCU, Segunda Época Vol. 18*, pp. 71-99.

CANTOR R. y PACKER F. (1996): "Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings"; *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*: pp. 37-53.

FITCHRATINGS (2011): "National Ratings Criteria" [en línea]. Disponible:
http://www.accessbankplc.com/Library/Documents/Credit_Rating/Fitch_Rating_2012.pdf [02.12.11]

FITCHRATINGS (2011): "Sovereign Rating Methodology" Disponible:
http://www.accessbankplc.com/Library/Documents/Credit_Rating/Fitch_Rating_2012.pdf [02.12.11]

Fondo Monetario Internacional (2010): "The Uses and Abuses of Sovereign Credit Ratings", *Capítulo 3 Reporte de Estabilidad Financiera*, Abril.

JARAMILLO L. (2010): "Determinants of Investment Grade Status in Emerging Markets", En: *IMF Working Papers 10/117, International Monetary Fund*.

JUAMBELTZ A. y SARÁCHAGA, R. (2011): "Determinantes de las Calificaciones Crediticias de los Bonos Soberanos: una aproximación al caso uruguayo", *XIII Jornadas de Coyuntura Económica Regional y Nacional del Instituto de Economía de la Facultad de Ciencias Económicas y de Administración, Universidad de la República*.

Global Index Research (2010): "EMBI Global and EMBI Global Diversified", J.P. Morgan Securities Inc.

MELLIOS C. y PAGET-BLANC E. (2006): "Which factors determine sovereign credit ratings?", *The European Journal of Finance*, Vol. 12, Nº 4, pp. 361-377.

Moody's Investors Service (2008): "Sovereign Bond Ratings Methodology".

PONCE J. (2009): "The Quality of Credit Ratings: A Two-Sided Market Perspective", *XXIV Jornadas Anuales de Economía, Banco Central del Uruguay*.

ROUSSEAU, S. (2011): "Enhancing the Accountability of Credit Rating Agencies after the Financial Crisis: the Role and Limits of Regulation" [en línea], En: *Benchmarks, Research, Data and Analytics*. Disponible en: <http://www.standardandpoors.com/ratings/articles/en/us/?articleType=HTML&asetID=1245333793833> [20.11.11]

SCHWARCZ, S. (2002): "Private Ordering of Public Markets: the Rating Agency Paradox" [en línea], *University of Illinois Law R. Vol. 2002*. Disponible en: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=267273 [10.10.11]

Standard & Poor's (2012): "The Role of Credit Ratings in the Financial System", *Global Credit Portal, Ratings Direct*.

Unidad de Gestión de Deuda del Ministerio de Economía y Finanzas" [en línea], Disponible en: <http://deuda.mef.gub.uy/> [03.03.12]

Recibido el 21 de junio de 2012
Aceptado el 31 de agosto de 2012