

ALFREDO DELGADO GUZMÁN\*

## CALIFICADORAS Y COSTOS FINANCIEROS ASOCIADOS CON LA CALIFICACIÓN RIESGO-PAÍS

### INTRODUCCIÓN

La finalidad del presente trabajo es mostrar la importancia que puede tener para nuestro país la creación de un Instituto Nacional de Calificación que evalúe los aspectos de riesgo de la deuda de las pequeñas y medianas empresas, ya que no debemos olvidar que nuestra economía está fundamentalmente constituida por este tipo de empresas.

En primer lugar abordaré aspectos generales de las calificadoras y el riesgo país. Luego me referiré a cómo se ha manejado el grado de inversión en México, para pasar a los costos financieros que implica para una empresa el obtener la calificación de su riesgo. Finalmente presento la propuesta para crear un Instituto Nacional de Calificación, así como los requisitos que a mi parecer debe tener dicha institución.

### LAS EMPRESAS CALIFICADORAS EN SU ORIGEN

Las primeras calificaciones de emisiones fueron realizadas en el año 1909 por John Moody (nombre que más tarde, en la década del veinte,

\* Profesor y coordinador de la Maestría en Finanzas la Facultad de Contaduría y Administración. Maestro en Finanzas por la Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM). Ha dictado cursos y conferencias nacionales e internacionales; colaborado en revistas de circulación nacional e internacional. En el ámbito profesional se ha desempeñado en diferentes cargos en empresas privadas y despachos contables y financieros.

fue tomado para una de las más importantes calificadoras de riesgo de la actualidad: Moody's Investors Service). Cabe señalar que los servicios de calificación de riesgos para los inversionistas en renta fija habían sido iniciados en 1860, por Henry V. Poor, en el mercado estadounidense.

#### DEFINICIÓN DE LAS CALIFICADORAS

Las calificadoras pueden ser definidas como empresas que se encargan de evaluar la situación económica de un país, según plantea Gorfinkiel (2003), es decir, la situación financiera de la empresa o país emisor de la deuda. Las más conocidas mundialmente son Standard & Poor's (S&P), Fitch Ratings, y Moody's.

Estas empresas se dedican a medir, a través de sus tasas, la capacidad y la intención de pago en efectivo de un deudor (trátase de un país, un estado, un municipio o una empresa), en tiempo y en forma; vale decir, miden la probabilidad o el riesgo de incumplimiento de quien debe un dinero o se va a endeudar (Blanco, 2003).

#### FUNCIONES DE LAS CALIFICADORAS

Las calificadoras se han dado a la tarea de volver popular el término *riesgo país*. ¿A qué se le da ese nombre? Es el pago extra que realiza el país al emitir sus bonos, en comparación con el título del Tesoro de Estados Unidos. O sea, es la sobretasa que tiene que dar a los inversionistas para que vean más atractivo al país e inviertan en él.

Tal como lo consigna S&P, la calificación de deuda en su escala CaVal (Bress, Cavanaugh y Ogawa, 2003) es la expresión de una opinión acerca de la probabilidad y riesgo relativo de la capacidad e intención de un emisor de un título de crédito colocado en el Mercado de Valores de México de efectuar su pago precisamente en el plazo acordado.

Generalmente, para estas empresas, la calificación del riesgo soberano es la calificación máxima que puede obtener –tanto en moneda local como extranjera– cualquier gobierno local o regional domiciliado en ese país.

A través de esa calificación otorgan “lo más importante” para algunos países, lograr el tan esperado y deseado grado de inversión, que es otorgado por las empresas calificadoras de riesgo a los bonos de países que tienen una nota superior a BB, y que garantiza un riesgo bajo (Macchi, 2003).

Los beneficios que se pueden obtener al conseguir el grado de inversión son muy variados, por ejemplo, mayor confianza por parte del mundo, mayor confianza del mundo inversionista en la capacidad del gobierno mexicano de pagar lo que debe, reducción del componente real de las tasas de interés, posibilidad para empresas y gobierno de

endeudarse a mayor plazo y a menores tasas, mayor oferta de capitales internacionales, y el tipo de cambio podría apreciarse (Blanco, 2003).

La organización de los mercados financieros contemporáneos depende en gran medida de las funciones desempeñadas por las calificadoras de riesgo, ya que la desregulación financiera y la globalización han conducido a que una parte muy importante de los inversores internacionales y nacionales estén constituidos por inversionistas institucionales. Estos a su vez toman decisiones de colocación por parte de sus administradores, considerando precisamente los niveles de riesgo de cada posición, y específicamente las calificaciones que le han sido otorgadas a tal o cual emisión de deuda. Incluso forman sus carteras tomando en consideración las diversas porciones que deben colocar en función de la calificación de los títulos. Así por ejemplo, cuando un título cae en su calificación habrá inversionistas institucionales que se verán obligados a vender pues no pueden mantener en su cartera más que un cierto nivel y composición de riesgo. O bien, por ejemplo, cuando un cierto título obtiene una mayor calificación, entonces habrá un mercado más amplio pues un mayor número de inversionistas podrá adquirirlo y mantenerlo en su cartera.

#### GRADO DE INVERSIÓN EN MÉXICO

A continuación se presentan las escalas de calificación crediticia de las agencias calificadoras, que reflejan las calificaciones que tiene México a septiembre de 2003, las perspectivas de las mismas y las fechas en que se obtuvieron (Garbarino, 2003).

Como puede observarse, México se encontraba en el grado de “capacidad adecuada de pago” para las tres calificadoras, con un nivel más favorable por parte de Moody’s. Aunque en los últimos meses de 2004 le fue otorgado el grado de inversión más bajo por parte de las tres más importantes calificadoras.

Hay que recordar que las calificadoras realizan este análisis sobre la base de aspectos estructurales (de largo plazo) más que coyunturales (de corto plazo), motivo por el cual México se ve sometido a alcanzar una variedad de metas muy diversas en diferentes ámbitos a fin de mejorar la posición de las calificadoras.

México ha tenido una conducta ejemplar a juicio de los grupos de acreedores. Ha sido un ejemplo, puesto que no ha caído en moratoria desde 1982 y ha mantenido un continuo interés por la reestructuración de pasivos adaptándose a las fórmulas recomendadas por los acreedores. Además, sostuvo un compromiso constante con el Fondo Monetario Internacional y con el Banco Mundial, de manera que no ha incurrido en demoras de pago que puedan obligar a la formación de reservas de sus acreedores. A pesar de ello, solamente hasta el año 2000 le fue otorgado el grado de inversión a la deuda externa pública.

## ESCALA DE CALIFICACIÓN CREDITICIA

		<b>MOODY'S</b>	<b>S&amp;P</b>	<b>FITCH</b>
<b>Grado de inversión</b>	Aaa	Máxima calidad	AAA	AAA
	Aa1 Aa2 Aa3	Alta calidad	AA+ AA AA-	AA+ AA AA-
	A1 A2 A3	Fuerte capacidad de pago	A+ A A-	A+ A A-
	Baa1 Baa2 MEX Baa3	Capacidad adecuada de pago	BBB+ BBB BBB - MEX	BBB+ BBB BBB - MEX
<b>Grado especulativo</b>	Ba1 Ba2 Ba3	Pago probable, pero incierto	BB+ BB BB-	BB+ BB BB-
	B1 B2 B3	Alto riesgo	B+ B B-	B+ B B-

Fuente: elaboración propia a partir de la información de cada empresa calificadora.

Ello significa que los deudores de México y especialmente los deudores del sector público han estado sometidos a pagar elevadas sobretasas por los préstamos recibidos o los bonos colocados en el mercado. Las calificaciones de deuda han impuesto un elevado costo en intereses de la deuda mexicana por muchos años. Lo mismo puede decirse la deuda pública de otros países de América Latina, elevándose de manera cuantiosa los pasivos por este concepto, y contribuyendo así también al sobreendeudamiento y a la imposibilidad de enfrentar los pasivos tal y como es del interés de los diversos acreedores.

### ¿POR QUÉ ES MÉXICO SUJETO A INVERSIÓN?

México es sujeto a inversión, entre otros aspectos, por lo siguiente.

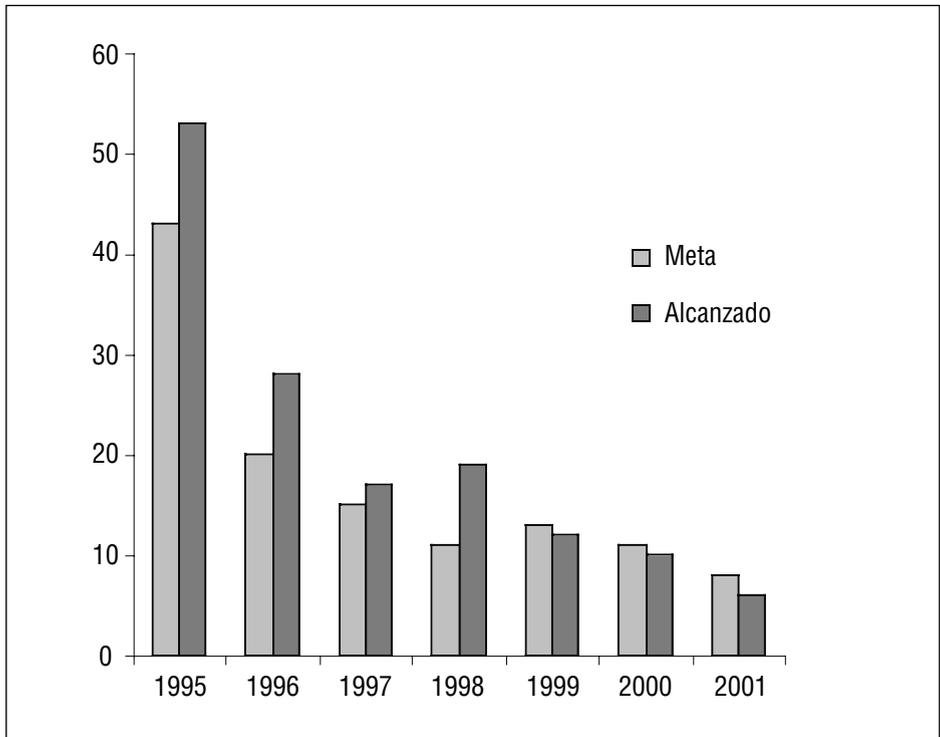
#### DISMINUCIÓN EN LA DEUDA EXTERNA

Se ha conseguido una disminución en la deuda pública externa (aunque con la administración de deuda están aumentando los pasivos contingentes). Sin embargo, el total de la deuda del sector público, incluyendo la de empresas gubernamentales y todos los pasivos contingentes bajo el programa de inversión Pidiregas, ha sido inferior al 50% del Producto Interno Bruto (PIB) en los últimos años.

## MEJORA DEL MARCO POLÍTICO

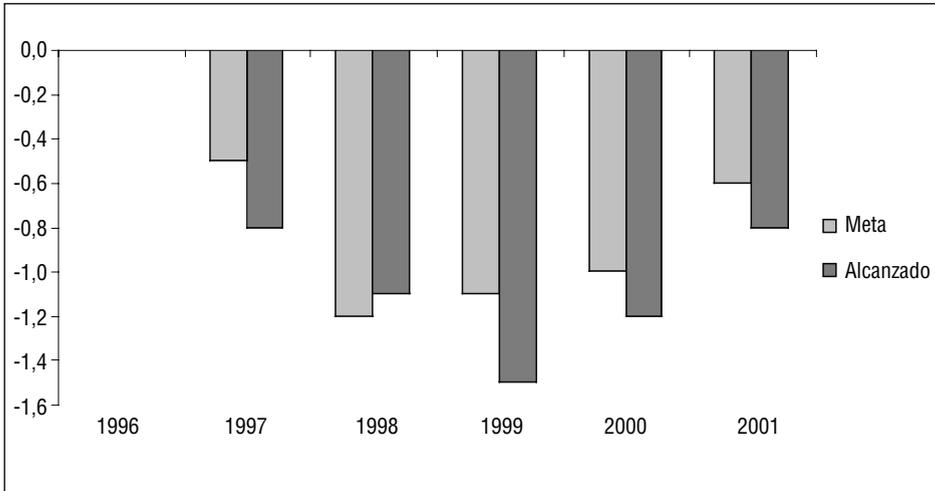
Se mejoró el marco de la política empresarial, sobre todo en materia inflacionaria a partir del año 2000, con importantes descensos en el gasto público real y en el déficit público, llegándose incluso a sostener un superávit primario superior a los 2 puntos porcentuales del PIB. El control de la inflación se convirtió en la principal meta macroeconómica de la actual administración, y esta se ha alcanzado por diversos factores, entre otros: la caída de la inflación en los países desarrollados y principales socios comerciales; las elevadas tasas de interés reales que se mantienen atractivas para ahorradores locales y especialmente extranjeros; la paulatina revaluación real del peso, lo que ha implicado anular el efecto de las presiones cambiarias sobre la formación de precios en una economía actualmente muy abierta y desregulada.

GRÁFICO 1  
INFLACIÓN



Fuente: Casa de Bolsa Arka (2003).

GRÁFICO 2  
FINANZAS PÚBLICAS



Fuente: Casa de Bolsa Arka (2003).

#### RESISTENCIA DE LA ECONOMÍA

Una férrea disciplina fiscal y una baja presión sobre el peso mexicano han fortalecido el cumplimiento de las metas macroeconómicas del país. Los aspectos decisivos fueron: contención fiscal sostenida, gastar en cortes hechos durante el año, medidas administrativas que resultaron en réditos ganados, política monetaria suavizada con nula presión en el peso. Los recortes presupuestales y el orden político en materia de tipo de cambio han favorecido el blindaje económico del país, aun cuando este blindaje significa un enorme recorte del gasto público, especialmente el gasto destinado a educación y salud de la población.

#### CONTINUIDAD EN LA RELACIÓN CON ESTADOS UNIDOS

Aun cuando existen opiniones encontradas, el Tratado de Libre Comercio del Norte no ha favorecido las relaciones comerciales de México ni en relación con los países participantes ni en relación con América Latina. Sin embargo, este convirtió al país en una plataforma de exportación para los grandes corporativos transnacionales de algunos países desarrollados como Japón, Francia, España y Alemania.

#### SEÑALES DE TRANSICIÓN Y MADUREZ POLÍTICA

Dos gobiernos sucesivos sin control del Congreso no pudieron cumplir con sus objetivos fiscales, y los problemas de la recaudación

tributaria persisten. México es de los países de menor recaudación de todo el mundo. El presupuesto público se ha podido mantener en estos años gracias a los aumentos en el precio internacional del petróleo y a la elevada imposición que la empresa petrolera soporta, aunque ello le ha significado un elevado nivel de descapitalización e imposibilidad de enfrentar los requerimientos más urgentes de inversión.

No obstante, México debe sortear internamente otros aspectos de corte macroeconómico, tales como el de incrementar la base de recaudación fiscal para ampliar la inversión en el sector productivo del país, trabajar arduamente con los partidos políticos y contar con una reforma estructural en materia fiscal, y de reforma del Estado para fortalecer la economía y la planeación en el país.

Podemos resumir lo dicho en tres cuestiones que México debería resolver para continuar con su crecimiento interno y resultar atractivo a la inversión extranjera directa: una baja tasa de impuestos a la deuda gubernamental que limita la inversión productiva; un lento progreso en las reformas estructurales que mina la competitividad; diferencias sustanciales en clases sociales.

## LIMITACIONES PARA QUE MÉXICO ACTUALICE LA CALIFICACIÓN CREDITICIA

Por otra parte, existe una serie de limitaciones para que las agencias calificadoras le actualicen a México la calificación y este pueda continuar teniendo el grado de inversión asignado hasta el momento. Las propias agencias de calificación de riesgo han sido vanguardia en la imposición de políticas y reformas económicas para facilitar la entrada de capital extranjero, las privatizaciones, la redirección del gasto público, entre otras. Es por ello que estas se plantean la necesidad de enfocar lo siguiente:

### *Un marco institucional comparativamente débil*

- Entorno legal y regulatorio.
- Estándares de gobierno corporativo y público.

### *Falta de reformas estructurales*

- Reforma fiscal.
- Sector energético.
- Reforma laboral.

### *Adecuado crecimiento económico y competitividad en exportación*

- Baja inversión del sector público.
- Escaso nivel de prestación de servicios básicos.

*Desafío de fortalecer las finanzas públicas para atender la creciente presión de gasto en los próximos años*

- Estrecha base tributaria.
- Ingresos no petroleros inferiores al 11% del PIB.

En este sentido no será fácil ni para México ni para los países de América Latina emprender las reformas que constantemente son planteadas por el grupo de acreedores, incluyendo las agencias calificadoras, mientras que ello significa profundizar las desigualdades sociales, recortar el gasto público, y mantener o empeorar las condiciones de ingobernabilidad que ello ha provocado. Así, los gobiernos que más a fondo desean llevar las reformas consideradas, son lo que deben arriesgar más frente a los movimientos sociales que les consideran crecientemente ilegítimos y que deben renunciar. Estudiemos ahora la relación entre las calificaciones soberanas y las calificaciones corporativas.

### CALIFICACIONES CORPORATIVAS Y SOBERANAS

Las mayores agencias calificadoras de riesgo se plantean una relación estrecha entre el riesgo soberano y la calificación de riesgo para la deuda corporativa. En ese sentido se plantea que el riesgo país tiene un papel crítico en la determinación de todas las calificaciones corporativas. De manera que estos riesgos se suman a la hora de que el mercado los evalúe:

Riesgo económico + Riesgo de la industria

Dentro del riesgo económico se encuentran los siguientes factores: perspectivas de crecimiento del país, volatilidad de la economía, tendencias de la inflación y tasas de interés, entre otros (Feinland Katz y Sprinzen, 2002). En tanto, el riesgo de la industria contempla riesgos laborales, problemas de infraestructura, etcétera.

### FACTORES DE RIESGO SOBERANO DE RELEVANCIA EN EL ANÁLISIS DE RIESGO CORPORATIVO EN MERCADOS EMERGENTES

A continuación presentamos los factores que se considera que las empresas deben tener en cuenta para afrontar la evaluación de su riesgo (Feinland Katz y Sprinzen, 2002):

### VARIACIONES DEL TIPO DE CAMBIO/CONTROLES CAMBIARIOS

Como empresa se debe considerar el margen operativo que se obtendrá en caso de que haya una devaluación, ya que este tenderá a disminuir. También se debe contemplar el riesgo en las inversiones en caso de que se requiera importar equipo.

## COBERTURAS/POLÍTICA FINANCIERA

Aunque las empresas no se encuentran acostumbradas a realizar coberturas cambiarias a largo plazo (por el costo que ello representa), es sano que lo hagan ya que las protege ante el riesgo de devaluaciones cambiarias.

*Riesgo político*

- Tomar en cuenta la posibilidad de que se lleguen a presentar movilizaciones civiles que terminen en una guerra civil.

*Volatilidad macroeconómica*

- ¿Se encuentran vinculadas las proyecciones de la empresa con las de la economía del país?

*Riesgo institucional: sistema legal/cultura crediticia/corrupción*

- Contemplar las cuestiones legales y jurídicas del país. ¿Qué tan confiable es el sistema judicial? ¿Qué nivel de corrupción tiene el país?

*Transparencia contable y transparencia en la información suministrada*

- ¿Existen organismos que regulen la información contable? ¿Son auditadas las empresas? ¿Se cuenta con la información contable/financiera a tiempo?

*Subsidios/regalías/impuestos*

- ¿Qué tipo de subsidios otorga el gobierno? ¿Clase de impuestos?

*Regulaciones gubernamentales*

- Verificar las regulaciones gubernamentales del país a establecerse.  
- ¿Existen posibilidades de que el gobierno modifique las regulaciones y afecte a la empresa?

*Problemas de infraestructura y laborales*

- ¿Se cuenta con todos los servicios públicos necesarios para el buen desempeño de las funciones de la empresa? ¿Se cuenta con caminos y vías de acceso adecuadas para que llegue la materia prima?

*Inflación*

- Expectativas de inflación del país.

## COSTOS FINANCIEROS CORPORATIVOS: MÉXICO

Como toda empresa, las calificadoras están sujetas a las fuerzas de la oferta y la demanda para establecer sus cuotas por servicios; adicionalmente consideran el tamaño de la empresa, aspectos cuantitativos y cualitativos de la misma, así como el sector de desempeño al que la empresa pertenece. Los costos promedio encontrados entre las tres principales calificadoras con mayor presencia en México (Ficht, Standard y Moody's)

por otorgar una calificación oscilan entre 4 y 40 mil dólares. Estas cantidades integran un costo financiero determinado por el costo-país, más un estrés corporativo de cuando menos el 0,1% de la operación a realizar.

Finalmente, cabe señalar que por parte de las empresas, la elección entre una u otra calificadora no estará directamente determinada por la calidad, precio y servicio que cada una de ellas ofrece, puesto que existe un elevado comportamiento de monopolio ligado a los procesos de financiamiento corporativo.

## REPERCUSIONES

Es posible establecer al menos dos tipos de repercusiones de los costos observados en el punto anterior para las empresas en México: microeconómicas y macroeconómicas.

Las repercusiones microeconómicas resultan en el hecho de que no todas las empresas pueden pagar los costos de someterse a un estudio para obtener una calificación. Esta les podría permitir acceder a créditos financieros con mucha mayor facilidad, por lo que el obstáculo económico limita la posibilidad de crecimiento de muchas de las empresas mexicanas.

A nivel macroeconómico, se está frenando el crecimiento y permanencia en el mercado de miles de pequeñas y medianas empresas que podrían fortalecer la consolidación de la industria mexicana.

## CONCLUSIÓN

Por lo anteriormente expuesto y a manera de conclusión, se ha venido trabajando en proponer la creación de un Instituto Nacional de Calificación, que contribuya a normar los criterios de conformación de cartera de los inversionistas institucionales, pero que al mismo tiempo tenga una capacidad autónoma local, y que contribuya a la reordenación de los flujos de financiamiento en el país. Se propone que dicho Instituto cumpla con, al menos, los siguientes requisitos:

- Ser un órgano independiente.
- Financieramente viable.

Se considera asimismo que este Instituto tendrá en una primera etapa que depender del presupuesto gubernamental, pero muy pronto podría alcanzarse una etapa de autosuficiencia presupuestal.

Se considera que debiera dirigirse a partir de los siguientes principios:

- Derecho y deber de confidencialidad.
- Transparencia.
- Multidisciplinario.
- Costos bien definidos (micro, pequeña, mediana y gran empresa).

Si bien es cierto que esta propuesta no representa la solución perfecta a los problemas económicos de las empresas mexicanas, se considera que es un buen primer paso para transitar en ese sentido y contribuir al crecimiento y desarrollo económico del país.

## BIBLIOGRAFÍA

- Blanco, Renato 2003 “¿Dejando la zona chatarra?” en *Hipermarketing*, agosto. En <<http://www.hipermarketing.com/nuevo%204/columnas/renato/nivel3chatarra.html>>.
- Bress, David; Cavanaugh, Marie y Ogawa, Takahira 2003 “Calificaciones crediticias soberanas: un resumen” en *Standard & Poor's*, abril. En <<http://www.standardandpoors.com>>.
- Comisión Nacional para la Protección y Defensa de los Usuarios de Servicios Financieros (CONDUSEF) 2003 “La actividad financiera de diferentes sectores. ¿Para qué me sirve la calificación de un valor?” en *CONDUSEF*, agosto. En <[http://www.condusef.gob.mx/revista/proteja/art\\_bursatil/calificaciones\\_valores.htm](http://www.condusef.gob.mx/revista/proteja/art_bursatil/calificaciones_valores.htm)>.
- Feinland Katz, Laura y Sprinzen, Scott 2002 “Actualización de los criterios de calificación en moneda local: importancia del riesgo país para los sectores corporativos y de infraestructura” en *Standard & Poor's*, 6 de noviembre. En <[www.standardandpoors.com/LatinAmerica/Spanish/referencia/articles/02.11.06\\_Moneda\\_Local.html](http://www.standardandpoors.com/LatinAmerica/Spanish/referencia/articles/02.11.06_Moneda_Local.html)>.
- Garbarino, Jorge 2003 “Las calificadoras de riesgo y la medición” en *Portalvalores*, julio. En <<http://www.portalvalores.com>>.
- Gorfinkiel, Dense 2003 “Una calificadora alternativa del riesgo país en *D3e*, agosto. En <<http://www.globalizacion.org/calificadora>>.
- Macchi, Julio A. 2003 “Bonos, preguntas más frecuentes”, agosto. En <<http://www.jmacchi.com.ar/4.html>>.
- Pontoni, Alberto 2003 “Riesgo país”, julio. En <[http://www.clubmacro.org.ar/riesgo\\_pais.htm](http://www.clubmacro.org.ar/riesgo_pais.htm)>.