



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

**LAS DIFICULTADES Y PUNTOS DÉBILES EN LA  
IDENTIFICACIÓN Y MEDICIÓN DEL RIESGO  
PAÍS**

Autor: Cristina Aguilar Gutiérrez-Bolívar

Director: Santiago Budría Rodríguez

Madrid

Junio, 2015

Cristina  
Aguilar  
Gutiérrez-  
Bolívar

**LAS DIFICULTADES Y PUNTOS DÉBILES EN LA IDENTIFICACIÓN Y MEDICIÓN DEL RIESGO  
PAÍS**



## **RESUMEN**

Este trabajo de fin de grado aborda dos aspectos del riesgo país: su propio concepto unitario y los métodos de valorarlo.

En lo que se refiere al concepto del riesgo país, el trabajo refleja los diferentes sentidos de ese término debido a la diversidad de factores que en él confluyen. Para ello, el trabajo resume los diferentes enfoques que los autores utilizan para explicar esos factores. A lo largo de la primera parte del trabajo, en el concepto del riesgo país se incluyen distintos tipos de riesgos dependiendo de las circunstancias del entorno en el que nos encontramos.

En cuanto a los métodos de valoración, el trabajo aborda diferentes métodos a la hora de valorar el riesgo país. Entre ellos se analizan los realizados por académicos, instituciones especializadas y modelos como CAPM, así como otros modelos que proceden de este último.

**Palabras claves: riesgo país, concepto unitario, métodos de valoración, factores, circunstancias, inversión, puntos débiles, rentabilidad, riesgo.**

## **ABSTRACT**

This final essay talks about two aspects of the country risk: the eventual unique concept of it and the different models to determine its value.

Referring to the unique concept of country risk, this essay reflects the different ways of this concept because there are several factors that influence it. During this essay, there are different authors that have already written about it and have identified some factors different than the other authors. During the first part of the essay the concept of country risk includes other types of risks and depending on the circumstances we can find one concept or another.

In relation with the different models to determine its value, we find several ones but the most important are those who have been described by the academics, specialized institutions and models as CAPM and other models derived from this latter.

**Keywords: country risk, unique concept, models to determine country risk, factors, circumstances, investment, weak points, return, risk**

# ÍNDICE

|  |    |
|--|----|
| 1. Introducción  | 6  |
| • Propósito general  | 6  |
| • Contextualización  | 6  |
| • Justificación  | 7  |
| • Objetivos  | 9  |
| • Metodología y estructura del trabajo   | 9  |
| 2. ¿Hay un concepto unitario del riesgo país?  | 12 |
| • Riesgo país vs riesgo político   | 12 |
| • Riesgo país en función del activo contemplado                                      | 16 |
| • Riesgo país en inversión extranjera directa (IED)                                  | 17 |
| • Conclusiones   | 19 |
| 3. ¿Qué puntos débiles tienen actualmente los métodos de valoración del riesgo país? | 19 |
| • Académicos   | 20 |
| • Entidades especializadas   | 25 |
| • CAPM y sus modalidades   | 34 |
| 4. Conclusiones  | 40 |
| 5. Bibliografía  | 43 |

## **1. INTRODUCCIÓN**

### **1.1. Propósito general**

Esta investigación tiene, con carácter general, un doble propósito. El primero de ellos es analizar por qué es difícil contar con una definición única del riesgo país, que permita incluir en ella todos los aspectos y modalidades de ese tipo de riesgo. El segundo propósito de esta investigación complementa al anterior y se dirige a explicar las limitaciones que tienen los diversos métodos de valoración del riesgo país. Desde esta doble perspectiva se estará en condiciones de identificar las cautelas con que deben aproximarse a la valoración del riesgo país

### **1.2. Contextualización**

En la actualidad, la actividad económica se desarrolla a nivel global y los distintos actores que intervienen en la actividad actúan en diversos ámbitos, todos ellos relacionados entre sí debido al fenómeno de la globalización. Esto provoca que haya que estudiar en profundidad la importancia del riesgo país y saber identificar cuáles son los puntos débiles de las empresas afectadas para poder evitarlos de la mejor manera posible, ya que como acabamos de decir, la actividad es a nivel internacional.

Según Iranzo (2008), la preocupación del riesgo país se empezó a difundir con el resurgimiento de la actividad bancaria internacional a partir de los años 50 del pasado siglo y con la gran crisis de la deuda que atravesó Latinoamérica a principios de los años 80. Aparte de los dos acontecimientos mencionados también se produjo una crisis de pagos en los años 80 del siglo XX, que se concretaron en grandes quiebras en Estados Unidos debido al impago de los préstamos efectuados a los países de Latinoamérica, lo que suscitó la preocupación de las autoridades supervisoras por los riesgos internacionales de la banca.

Existen autores como Mossa (2002) que han definido el riesgo país de la siguiente manera “una exposición a una pérdida económica en operaciones transnacionales causadas por eventos producidos en un determinado país”.

Revisado lo escrito sobre este tema, podemos destacar que hay tres puntos de vista diferentes a la hora de valorar el riesgo país. El primero de ellos, es el analizado por dos académicos que son Iranzo (2008) y Mascareñas Pérez-Iñigo (2004) ya que ambos autores analizan los factores que influyen en la prima del riesgo país. El segundo punto de vista es lo que han escrito las entidades especializadas donde realizamos una clasificación entre agencias de rating (Moody's, Standard & Poor's y FitchRatings), intermediarios financieros (J.P.Morgan) y por último prensa especializada (The Economist). Finalmente, hemos analizado el método de valoración utilizando el CAPM y sus modelos más elaborados.

### **1.3. Justificación**

Debido a fenómenos como la globalización, la internacionalización de la actividad empresarial es un elemento que está presente en el mundo actual. Cuando una empresa desea ampliar su negocio a través de la internacionalización es muy importante que realice un análisis en profundidad acerca de los riesgos a los que se enfrenta. Uno de esos riesgos es el riesgo país por lo que es importante tenerlo en cuenta.

Los modelos de valoración del riesgo país no llegan a cuantificar la prima de riesgo del país debido a la dificultad de expresar numéricamente una serie de factores que están afectados por un conjunto de variables cualitativas, es decir, de elementos que se resisten a ser cuantificados numéricamente. La mayoría de los trabajos escritos sobre el riesgo país tratan de llevar a cabo esa cuantificación utilizando las correlaciones entre el comportamiento de los diferenciales de tasas de interés de diferentes tipos de deuda y el riesgo país calculado mediante diferentes métodos, por ejemplo los rating de las agencias calificadoras o a través de los índices creados por intermediarios financieros y prensa especializada (Acosta, 2003)

Como se ha mencionado en el apartado anterior, al analizar los tres puntos de vista a la hora de valorar el riesgo país, de cada uno de ellos se ha realizado un estudio sobre los puntos débiles que tienen. Para los académicos se ha optado por analizar los factores que ambos autores describen en sus escritos y después realizar una comparación sobre aquellos en los que coinciden y aquellos otros en los que no. En cuanto a lo escrito por las entidades especializadas se abordan los diferentes tipos de tales entidades (agencias de rating, intermediarios financieros y prensa especializada) y se identifican los puntos

débiles que presenta cada una de ellas. Y por último, a través del CAPM se han podido estudiar sus puntos débiles y presentar algunos modelos que derivan del mismo.

Los académicos que han escrito sobre el riesgo país exponen una serie de factores entre los que destacamos la estabilidad política, factores económicos y factores subjetivos, mientras que hay otros autores que también incluyen los factores políticos, pero después dividen los factores económicos en el sector bancario, el sector exterior y el mercado.

Si es difícil y complejo llegar a un significado en común, es mucho más trabajoso tener que cuantificarlo, es decir, medirlo. A la hora de cuantificar el riesgo país, existen diferentes métodos. Este trabajo examina, en primer lugar, lo escrito por los académicos, que recogen donde fundamentalmente los factores que influyen a la hora de calcular el valor del riesgo país, después se abordan los índices que elaboran las entidades especializadas, que se dividen en agencias de rating, intermediarios financieros y prensa especializada, y por último, se lleva a cabo una investigación empírica a través del método CAPM identificando al mismo tiempo los puntos débiles que presenta dicho modelo para que se pueda mejorar cuando se aplique en la práctica. Una de las consecuencias de encontrar los puntos débiles es que han surgido dos nuevos modelos que parten del CAPM pero aportan avances.

Este tema me llama mucho la atención porque el riesgo país es un factor muy relevante para las empresas que deciden expandir su negocio, que deben tomar en consideración los desafíos a que se enfrentarán en los diversos ámbitos donde vayan a desarrollar sus actividades. Además, es un caso concreto que me parece muy importante investigar porque tiene en cuenta una gama variada de aspectos. En primer lugar habrá que tener en cuenta la política de cada país, su estructura política, su forma de Gobierno,... A su vez, la cultura de cada país varía y debe ser analizada en detalle porque, por ejemplo, no es lo mismo tener la idea de invertir en un país donde la cultura coincide con tu país de origen que en otro donde existen algunos aspectos diferentes. Los objetivos económicos del país desempeñan un papel clave a investigar ante las consecuencias que pueden tener las prioridades económicas de cada país. Puede haber distintos enfoques ya que, por ejemplo, en algunos casos, se intentará evitar el déficit mientras que en otros la prioridad puede ser la de mantener el crecimiento económico en un determinado nivel. La aportación que pretendemos dar a este trabajo es realizar un estudio sobre los

puntos débiles que tienen los métodos de valoración después de haber analizado lo escrito y poder responder a la pregunta de si existe un significado unitario de este término. Todo esto lo explicaremos con más detalle en el apartado V de metodología y estructura del trabajo.

#### **1.4. Objetivos**

Esta investigación se propone cuatro grandes objetivos. El primero es conocer y analizar el concepto de riesgo país. El segundo consiste en identificar los factores que los autores consideran relevantes para este término sabiendo que no coinciden a la hora de elegirlos, ya que unos incluyen unos factores mientras que otros optan por otros diferentes. El siguiente objetivo viene definido a través de los diferentes métodos de valoración que se utilizan en la práctica, donde la función principal es identificar y analizar los puntos débiles que presentan cada uno de ellos acompañados de una recomendación. Y, por último, realizar una investigación empírica a través del modelo CAPM.

#### **1.5. Metodología y estructura del trabajo**

Para poder realizar el estudio de investigación el punto de partida ha sido revisar la literatura escrita por diferentes autores con su correspondiente análisis bibliográfico. Gracias al haber revisado la literatura escrita, hemos podido identificar el marco conceptual para poder empezar a profundizar y poder hallar los factores analizados por los diferentes autores que utilizan para responder a la primera pregunta del trabajo: ¿hay un concepto unitario del riesgo país? Para ello, se ha utilizado diferentes bases de datos entre las que destacamos: Google Académico y Dialnet. Para buscar en estas bases de datos los keywords utilizados han sido: riesgo país y riesgo país en las empresas. Además de las bases de datos, hemos utilizado páginas oficiales como la del ICEX (España Exportaciones e Inversiones) y aquí los keywords que se han utilizado son: riesgo país y riesgo político. También hemos utilizado otros artículos académicos como Iranzo(2008), Mascareñas Pérez-Iñigo(2004), Mascareñas(2008), Dans Rodríguez(2012), Sabal(2008) encontrados a su vez en las bases de datos mencionadas y nos han servido para saber lo escrito por diferentes autores del sector. Otra página oficial de apoyo que he utilizado para orientar mi trabajo es la International Monetary

Fund a través de sus *reports: Global Financial Stability Report y World Economic Outlook* realizados en abril y octubre respectivamente durante los años 2006 y 2007

Una vez realizado el marco conceptual del trabajo, hemos realizado un estudio empírico a través de lo escrito por los académicos, agencias de rating y con el modelo de CAPM.

Hemos seleccionado esta clasificación para dar respuesta a la siguiente pregunta: ¿cuáles con los puntos débiles que tienen actualmente los métodos de valoración del riesgo país?

Hemos afrontado esta pregunta desde tres ópticas. La primera recoge lo escrito por dos académicos que analizan los factores que influyen en la prima del riesgo país. El procedimiento seguido en esta primera óptica consiste en analizar los factores que ambos autores definen en sus escritos y después realizar una comparación sobre aquellos en los que coinciden y aquellos otros en los que no. La segunda óptica estudia lo que han escrito las entidades especializadas, donde realizamos, en primer lugar, una clasificación entre agencias de rating (Moody's, Standard & Poor's y FitchRatings). La elección de estas tres agencias se debe a que son las más importantes porque entre las tres cubren el 95% del mercado de rating. También hemos analizado como entidades especializadas lo escrito por intermediarios financieros (J.P.Morgan) y, por último, prensa especializada (The Economist).

Y para terminar con la segunda pregunta, hemos analizado el método de valoración CAPM y realizado un estudio sobre los puntos débiles de este método, que han dado lugar a unos métodos derivados.

En esta segunda pregunta el objetivo principal es que, después de desarrollar cada uno de los apartados se realiza un estudio sobre los puntos débiles que tienen.

El trabajo se estructura en cinco puntos.

El primer punto consiste en realizar una introducción, incluyendo el propósito general, la contextualización, la justificación los objetivos y la metodología y estructura del trabajo. El segundo punto se basa en el siguiente interrogante: ¿Hay un concepto unitario del riesgo país? Para resolver y dar respuesta a dicha pregunta, el análisis se estructura en cuatro apartados diferentes. El primero de ellos consiste en analizar si el riesgo país es lo mismo que el riesgo político. Para ello, hemos analizado el riesgo país desde sus orígenes, lo que nos ha permitido explicar el motivo de por qué se utilizan

como sinónimos ambos términos. Y para concluir con este apartado, se aportan ejemplos reales del riesgo país encontrado en la página oficial del Ices, destacando que existe una clasificación realizada por una empresa francesa de seguros para el comercio exterior, llamada Coface, que, a la hora de valorar los países desde el punto de vista del riesgo país, premia a los países que disponen de una mayor capacidad a la hora de reembolsar los créditos que han recibido. En cuanto al segundo apartado, estudia el riesgo país en función del activo contemplado: riesgo soberano y riesgo privado. El tercer apartado consiste en analizar el riesgo país en inversión extranjera directa y poder ver cómo funciona este riesgo a la hora de invertir fuera del país. Y para terminar, el cuarto apartado trata de llegar a una conclusión final.

El tercer punto del trabajo consiste en cuantificar este riesgo y se concreta en la siguiente pregunta: ¿cuáles son los puntos débiles que tienen actualmente los métodos de valoración del riesgo país? Y la respondemos a través de tres enfoques: los académicos, las entidades especializadas y el modelo de CAPM.

El cuarto punto es una conclusión del trabajo y el último punto es la bibliografía utilizada.

## **1. ¿HAY UN CONCEPTO UNITARIO DEL RIESGO PAÍS?**

A continuación, vamos a tratar de responder la siguiente pregunta: ¿hay un concepto unitario del riesgo país? Para ello, vamos a analizar primero que es el riesgo país vs riesgo político; riesgo países en función del activo contemplado y riesgo país en inversión extranjera directa (IED) y, por último, alcanzaremos una conclusión con todo lo analizado.

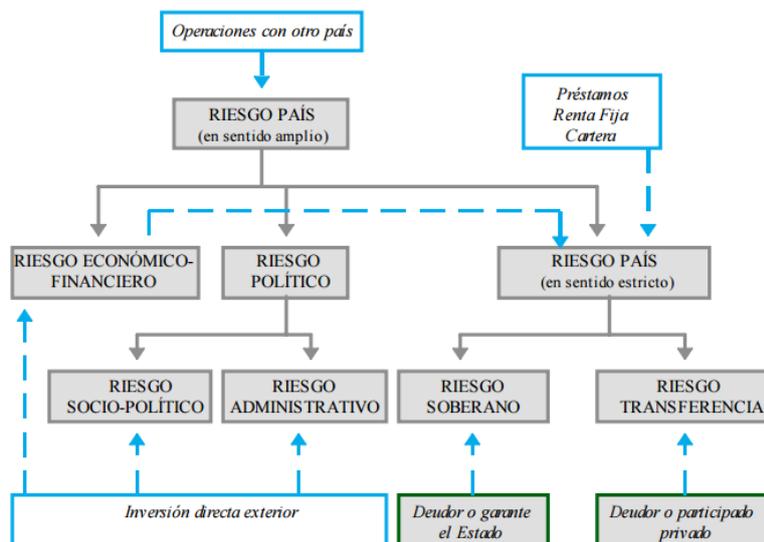
### **1.1. Riesgo país vs riesgo político**

Para intentar dar respuesta a la pregunta planteada, vamos a analizar, en primer lugar, si el riesgo país es lo mismo que el riesgo político, si existen situaciones en que ambos términos se utilizan indistintamente. Para empezar hay que tener en cuenta que el concepto del riesgo país es complejo ya que a veces depende de variables de difícil predicción pero, a la vez, está ampliamente utilizado en departamentos de estudios y gestión de riesgos de los bancos, de las compañías de seguro, agencias de rating y reguladoras del sistema financiero.

En cuanto al origen de este término, se introdujo en el mundo financiero a partir de la crisis de la deuda latinoamericana de principios de la década de 1980. La crisis de pago de la década de los 80 aumentó la preocupación de las autoridades supervisoras por los riesgos internacionales de la banca, lo que fue especialmente destacado en Estados Unidos, donde se produjeron quiebras bancarias muy importantes por las pérdidas derivadas del impago de los préstamos efectuados a los países latinoamericanos. (Iranzo, 2008)

El riesgo país es la probabilidad de que se produzca una pérdida financiera por circunstancias macroeconómicas, políticas, sociales o por desastres naturales en un determinado país. Y el riesgo político es aquel que deriva de las acciones o decisiones políticas pero muchas veces se utiliza el riesgo país y el riesgo político como sinónimos para diferenciarlo del riesgo comercial que es el que equivale al riesgo de insolvencia del cliente. Otros autores como Ruiz Granada y Becerra(2000) también utilizan el riesgo político y el riesgo país como sinónimos y lo definen como el que concurre en las deudas de un país por circunstancias inherentes a la soberanía de los Estados y explican más detalladamente el concepto del riesgo país utilizando la siguiente definición: “es el riesgo de que los exportadores e inversionistas extranjeros no obtengan pago por los bienes y servicios vendidos, o que no consigan el retorno de su capital y/o utilidades a causa de la inestabilidad económica, financiera o social de un determinado país”. Hay que destacar que este riesgo puede ocurrir aunque los clientes quieran o puedan pagar o en el caso de la inversión, que esta sea rentable en términos locales.

Mascareñas (2008) presenta un doble enfoque para definir el concepto de riesgo país: un enfoque macro que se corresponde al país en cuestión y un enfoque micro, que atiende a la posición de la empresa que se desenvuelve en ese entorno. Según ese criterio, se desembocaría en el siguiente gráfico:



FUENTE: Rodriguez, Arturo: “El riesgo país: concepto y formas de evaluación”. Cuadernos de Gestión. nº 19. junio 1997. Págs.: 46]

Según Mossa (2002) el riesgo país se define como “una exposición a una pérdida económica en operaciones transnacionales causadas por eventos producidos en un determinado país”. Pero estos eventos a los que se refiere pueden ser de naturaleza política, como la inseguridad jurídica, desconocimiento del contrato por parte del gobierno e inestabilidad de los sistemas legales, o tener naturaleza económica, como el déficit en la balanza de pagos, inflación o sobreendeudamiento externo. Y como ambos aspectos tienen su origen en la política este es la razón de utilizar el riesgo político para referirnos al riesgo país. Otra posible explicación de utilizarlos como sinónimos es que es menos complejo definir y entender el adjetivo político ya que se refiere a las personas que desempeñan su actividad profesional en temas relacionados con el gobierno y asuntos del Estado. Desde esta óptica, podemos obtener la definición del riesgo político como aquel que se origina de las decisiones de los gobernantes.

Para ver la importancia de este término y no quedarnos simplemente en las diferentes definiciones que pueden ofrecer los distintos autores, vamos a ver cuatro casos reales en los que se comprueba cómo se utiliza el término riesgo país en el mundo en el que vivimos. Toda esta información la hemos encontrado de la página oficial de Icx.

En el año 2012 se celebró la primera edición del coloquio de Coface, empresa francesa de seguros para el comercio exterior cuya función principal es medir los riesgos vinculados a la capacidad de un país a la hora de reembolsar sus créditos. El objetivo era presentar la situación del riesgo país en el mundo y estaba dirigido a empresarios y a los agentes de la economía que cuya función era tomar decisiones de crédito en su país o a nivel internacional. En ese coloquio, Marruecos se colocó en la mejor posición entre los países del continente africano en lo que se refiere a riesgo país.

Al año siguiente, 2013, Coface coloca a Gabón entre los diez primeros países mejor calificados según su informe de riesgo país, obteniendo la primera posición de la zona CEMAC (Comunidad Económica y Monetaria de África Central). Este informe reforzó la credibilidad financiera de este país africano, que en el año 2014 se mantuvo líder de la CEMAC.

La próxima noticia se sitúa en abril de 2014 y nos cuenta que Marruecos es el país con menor riesgo político de África. AON, empresa británica proveedora mundial líder en gestión de riesgos y consultora de seguros y reaseguros, soluciones de recursos humanos y servicios de outsourcing, en su 16ª edición de la carta de riesgos políticos

elaborada coloca a Marruecos como el país con mejor calificación de riesgos políticos del continente africano, con una calificación de 3 sobre 6. Este informe de AON evalúa los riesgos políticos a los que puede enfrentarse una empresa al hacer negocios en los distintos países.

Recopilando los ejemplos que acabamos de ver sobre el riesgo país, vamos a terminar mencionando que Argelia es el país que representa el país de riesgo más elevado. El país africano aparece como uno de los países de África con mayor nivel de riesgo político, llegando a alcanzar el nivel 5, el mismo que tienen otros países como Libia, Egipto. Si comparamos diferentes países africanos, su situación contrasta con la de otros países africanos como Marruecos y Botsuana que llegan a tener un nivel 3, que significa que tienen un riesgo político medio.

Hemos encontrado cuatro ejemplos reales del riesgo país en la actualidad. Todas estas noticias tratan del concepto de riesgo país aplicándolo a países situados en el continente africano. Estos ejemplos pueden entenderse que vinculan el concepto de riesgo país y su estudio con economías poco desarrolladas, lo que también se asociaría a una percepción de que el riesgo país es un problema típico de esos países. Con ello, podría llegarse a la conclusión de que el estudio del riesgo país tiene poco que ver con los países ya desarrollados que estarían, por así decir, inmunes a esa problemática. Por otra parte, en los cuatro ejemplos anteriormente expuestos también se da la circunstancia de que las empresas que realizan los estudios e informes pertenecen a países desarrollados, lo que podría verse como otro argumento para pensar que el riesgo país solo afecta a países en desarrollo o a economías emergentes.

Sin embargo, esa idea es errónea y la propia amplitud del concepto de riesgo país ya apunta a que es una problemática que también puede darse en economías desarrolladas. Para ello, vamos a apoyar esa afirmación con dos ejemplos. El primero de ellos es Argentina, un país que históricamente estuvo entre las economías más desarrolladas del mundo y que, aunque ya no se encuentra actualmente en esa misma posición, es, no obstante, una economía bien distinta a la de los países africanos anteriormente mencionados. Argentina sufrió hace unos pocos años un grave problema de control de cambios, que desembocó en que su Gobierno adoptara medidas drásticas de restricción monetaria (el mundialmente conocido como *corralito*), que redujo las posibilidades de cambio de moneda y fue un ejemplo especialmente llamativo de los riesgos país

vinculados con el control y la depreciación monetaria. Y no se trató de esa sola medida, ya que el Gobierno argentino también tomó otras, tales como el impuesto especial del 20% de sus ingresos que se impuso a principios del año 2002 a las compañías petroleras radicadas en Argentina.

Pero el segundo ejemplo se refiere a una economía mucho más desarrollada y alejada de los ejemplos anteriormente citados. Es, en concreto, el caso de España con ocasión de la actual crisis económica. El ejemplo se centra en la noticia fechada en noviembre de 2010, periodo en el que las empresas españolas esconden el made in Spain para esquivar el riesgo país. Tuvo lugar una reunión entre las compañías líderes de la economía española con los mayores inversores nacionales e internacionales. Esta ocultación se debió a la jornada nefasta para la Bolsa española, con una caída del Ibex 35 del 2,68%. España ha retrocedido 4 posiciones hasta llegar al puesto 14 en el ranking mundial de marca país que elaboran cada año la consultora Futurebrand y BBC World News. Según el Índice de Marca País 2010, la crisis sería la causante del descenso de la percepción que se tiene de España en el mundo.

## **1.2. Riesgo países en función del activo contemplado: riesgo soberano y riesgo privado**

En este apartado nos vamos a centrar en el riesgo país en función del activo contemplado: riesgo soberano o riesgo privado (ambos casos son inversión en cartera). Según los datos extraídos del informe realizado por Iranzo (2008), estos dos tipos de riesgo son casos de inversión en cartera. Según la normativa española de entidades de crédito, el riesgo país se define como el riesgo de crédito o riesgo de impago que concurre en los clientes residentes en un determinado país y que deriva de circunstancias distintas del riesgo comercial habitual.

Como acabamos de mencionar, el riesgo país es el riesgo de impago de la deuda externa soberana y de la deuda externa privada. Este último riesgo también es conocido con el nombre de riesgo comercial o riesgo de insolvencia del cliente.

Cuando hablamos de deuda externa, nos referimos a cualquier instrumento de deuda (bonos o préstamos) o riesgo contingente (avales, líneas de crédito). No se considera

deuda externa la participación directa en el capital de las compañías situadas en el país emisor.

El riesgo de impago de la deuda externa soberana o riesgo soberano es el riesgo de impago de la deuda de los Estados o de entidades garantizadas por ellos. Los motivos del impago de la deuda soberana pueden ser la falta de ingresos públicos, carencia o insuficiencia de divisas o porque el Gobierno carezca de voluntad de pago por factores políticos de diversa índole.

Y el riesgo no soberano o riesgo de impago de la deuda externa privada se define como el impago por circunstancias ajenas a la situación de solvencia o liquidez del deudor y las causas de este impago puede dar lugar al denominado “riesgo de transferencia” que ocurre cuando existe carencia o insuficiencia de la divisa en que está denominada la deuda externa. El origen de este riesgo puede ser un gran desequilibrio de la balanza de pagos o un shock de confianza que haya dado lugar a una salida masiva de capitales. El impago de la deuda externa privada también se puede producir por la presencia de otros riesgos, como la crisis de balanza de pagos, las guerras o las catástrofes naturales. Estos motivos pueden conducir a impagos de la deuda exterior, desaparición de las instituciones, la necesidad de reservar las divisas existentes para satisfacer necesidades más acuciantes que el pago de la deuda o la quiebra de las empresas.

### **1.3. Riesgo país en Inversión extranjera directa (IED)**

En este apartado nos vamos a centrar en los riesgos a los que se enfrenta una empresa a la hora de realizar un proyecto de inversión extranjera directa. Estos se pueden dividir en dos categorías: en primer lugar, los que surgen como resultado de su propia gestión en un determinado país, estos son los riesgos comerciales y dependen únicamente del grado de eficiencia en la dirección del proyecto. Y el segundo grupo son los que surgen de la esfera política y macroeconómica de ese país y se encuentran dentro del riesgo país.

Nuestro objetivo en este apartado es identificar las modalidades del riesgo país que pueden afectar a la IED. Para entrar en profundidad, hay que destacar algunos aspectos importantes, como son que en las operaciones de IED los riesgos están relacionados con las pérdidas que pueden producirse al inversor a través de daños en los activos o en la actividad que desarrolle en el país receptor de la inversión.

Una vez realizado una introducción, según Dans Rodríguez (2012) el riesgo en la economía está ligado al de posible pérdida pero cuando realizamos inversión directa extranjera el riesgo se puede ver materializado de diversas formas. Hay autores como Herberg (2002) que incluyen entre las posibles consecuencias del riesgo país en la IED la pérdida de rentabilidad mientras que existen otros autores como Simon (1992) para lo que la pérdida solo se refiere a la que deriva de la incapacidad para repatriar capitales, dividendo o beneficios. El Banco Mundial, por su parte, a través de su Agencia Multilateral de Garantías (MIGA, 2011) para las Inversiones define el riesgo país o político como aquel riesgo asociado a las acciones del Gobierno que restringen el derecho de un inversor de beneficiarse de sus activos o también de reducir el valor de la empresa. Ante esta diversidad de enfoques, podemos concluir que las consecuencias del riesgo país que vamos a tener en cuenta en las IED son aquellas que deriven de la incapacidad para transferir capitales al exterior o la pérdida de valor de una parte o de la totalidad de los activos y del cese de los activos y del cese total o parcial de la actividad.

Una vez consideradas las modalidades de pérdida y sabiendo que pueden ser generadas por motivos económicos, políticos y sociales, es previsible que los eventos de riesgo país sean diversos. Antes de delimitar cuáles son, hay que definir las características que queremos que cumplan. El evento que provoque una pérdida tiene que estar fuera del control del inversor porque si no este podría realizar algún movimiento para prevenirlo. La probabilidad que suceda debe ser reducida porque si no el inversor, al igual que en el anterior caso, podría prevenirlo. Y, por último, el hecho de que se produzca tiene que tener unas consecuencias significativas para que su análisis, gestión y valoración merezcan la pena.

La tabla que se muestra a continuación es una comparativa de siete fuentes donde se identifican los eventos que determinan el concepto de riesgo país.

| <b>Berne Union (2012)</b>                      | <b>Simon (1992).</b>                              | <b>Meldrum (2000)</b>  | <b>Herber (1992)</b>   | <b>MIGA (2011)</b>  | <b>OECD (2009)</b>                                     | <b>Iranzo (2008)</b>                           |
|--|---|--|--|---|--|--|
| Restricciones a la transferencia de capitales. | Restricciones a la transferencia de capitales.    | Restricciones a la transferencia de capitales.   | Restricciones a la transferencia de capitales.                               | Restricciones a la transferencia de capitales.  | Restricciones a la transferencia de capitales.         | Restricciones a la transferencia de capitales. |
| Limitaciones a la convertibilidad.             | Limitaciones a la convertibilidad.                | Limitaciones a la convertibilidad.   | Limitaciones a la convertibilidad.   | Limitaciones a la convertibilidad.  | Limitaciones a la convertibilidad.                     | Limitaciones a la convertibilidad.             |
| Nacionalización, Expropiación y Confiscación   | Nacionalización, Expropiación y Confiscación      | Nacionalización, Expropiación y Confiscación   | Nacionalización, Expropiación y Confiscación                                 | Nacionalización, Expropiación y Confiscación  | Nacionalización, Expropiación y Confiscación           | Nacionalización, Expropiación y Confiscación   |
| Violencia Política                             | Violencia Política                                | Guerra y Violencia Política  | Guerra y Violencia Política. Disputas territoriales.                         | Guerra, terrorismo, inestabilidad social.   | Guerra y violencia política                            | Guerra y violencia política                    |
| Incumplimiento de contratos o de préstamos.    | Cambios en la regulación. Ruptura de compromisos. | Soberano: Cambios en la regulación. Voluntad de pago.<br>Relación bilateral<br>Localización.<br>Riesgo de Cambio | Cambios en la regulación. Incumplimiento contractual.<br>Política Económica. | Incumplimiento de compromisos, ruptura de contratos, cambios adversos en la regulación. | Incumplimiento de obligaciones (deudas, contractuales) | Incumplimiento de compromisos.                 |

Fuente: Papeles de Europa (2012)

Todas estas fuentes coinciden, casi sin matices, en los cuatro primeros eventos que analizaremos a continuación,

Dans Rodríguez (2012) ha realizado una clasificación de seis categorías de riesgo país para la Inversión Extranjera Directa (IED):

- a. El riesgo de transferencia de capitales
- b. El riesgo de convertibilidad de divisas.
- c. El riesgo de cambio
- d. El riesgo de confiscación, expropiación y nacionalización
- e. El riesgo de guerra, desestabilización sociopolítica y terrorismo
- f. El riesgo de incumplimiento de compromisos y de cambios en la regulación o dicho de otra manera el riesgo de ejercicio de la soberanía.

Para concluir con este apartado, después de haber realizado una clasificación de seis categorías de riesgo país para la inversión extranjera directa, es importante crear un modelo de valoración integrado del riesgo país para la inversión directa. Esta valoración va a permitir aclarar la situación de los mercados y poder reducir la incertidumbre en la actividad empresarial internacional.

#### **1.4. Conclusión**

Este primer apartado ha incluido tres puntos para poder dar respuesta a la siguiente pregunta ¿Hay un concepto unitario del riesgo país? El primer apartado ha consistido en estudiar si el riesgo país era lo mismo que el riesgo político, asociando, por tanto, el

riesgo país a factores típicamente políticos. A continuación hemos analizado los riesgos país en función del activo contemplado y por último se han estudiado los aspectos que distinguen al riesgo país cuando se contempla la inversión extranjera directa (IED).

Después de haber analizado y estudiado estos tres puntos e intentar dar respuesta a la pregunta formulada, creemos que la conclusión que podemos sacar es que no hay un concepto unitario del riesgo país ya que después de haber leído la literatura escrita, no existe una definición exacta sobre este concepto ya que hay que tener en cuenta diversos aspectos como el tipo de país del que estamos hablando o qué tipo de inversión estamos contemplando: inversión en cartera o inversión extranjera directa.

### **3. ¿QUÉ PUNTOS DÉBILES TIENEN ACTUALMENTE LOS MÉTODOS DE VALORACIÓN DEL RIESGO PAÍS?**

Como ya hemos visto en el primer apartado del trabajo, es difícil conseguir una definición exacta del término riesgo país, que tenga en cuenta los diversos factores destacados por los autores que han escrito sobre este tema. Cada uno de ellos se centra en un punto de vista y, a partir del mismo, investiga, desarrolla y saca conclusiones. Pues si, ahora, en esta segunda pregunta nos tenemos que centrar en cuantificar este riesgo resulta aún más complejo. Hasta el momento, no se ha llegado a conseguir cuantificar la prima de riesgo país ya que depende de una serie de factores pero que son diferentes para cada autor que ha escrito sobre este tema. Por ello, vamos a analizar los puntos débiles de tres distintos métodos de valoración del riesgo país: los académicos, los métodos planteados por las instituciones y, para terminar, el método de valoración utilizado por el CAPM.

#### **3.1. Académicos**

Dentro de la literatura académica sobre el concepto riesgo país, nos hemos centrado en analizar primero lo que estudia Juan Mascareñas Pérez-Iñigo y después en el trabajo de Silvia Iranzo a través del Banco de España. Nos ha parecido que el método más adecuado consistía en exponer los factores que cada uno de esos autores selecciona para, a continuación, compararlos y extraer conclusiones.

Mascareñas Pérez-Iñigo (2004) defiende que hay una serie de modelos de valoración del riesgo que suministran índices de riesgo país como medida de este tipo de riesgo en cada caso. Pero la mayoría de ellos dependen de una serie de factores como los que vamos a analizar a continuación.

Comenzando con la estabilidad política, el índice de estabilidad política determina cuanto tiempo se va a mantener el gobierno actual en el poder y si este va a reforzar las garantías a las inversiones extranjeras. Dicho de otra manera, a mayor estabilidad política mejor clima inversor. La estabilidad política puede venir influida por diferentes factores como el nivel de violencia en el país, la frecuencia en los cambios de gobierno, conflictos con otros países,... Para que un país se considere un Estado independiente es necesario que cumpla una serie de requisitos, como son tener la capacidad de emitir moneda, disponer de ejército y contar con un sistema legislativo. Muchas veces se utiliza este término en países que no cumplen con esos requisitos. Además, es necesario que el Gobierno y las fuerzas económicas y sociales intenten conseguir la mayor estabilidad política y cuando esto se consiga, la prima de riesgo político se reducirá y provocará que las inversiones del país aumenten y sean mejores y más fiables, lo que, a su vez, repercutirá en aumentar la riqueza y generar empleo.

En cuanto al siguiente factor, los factores económicos más representativos son la inflación, el déficit o superávit de la balanza de pagos, el PIB,...

El objetivo de los factores económicos es conseguir que la economía del país sea buena ya que ello reducirá el riesgo político, favoreciendo las inversiones en el país. Para averiguar si la economía de un país es positiva, hay que analizar su evolución y determinar si su balance es satisfactorio o por el contrario, hay que intervenir utilizando unas políticas de ajuste. Entre las variables económicas que destacamos para establecer el riesgo país son:

- El grado de responsabilidad fiscal: es la relación entre el PIB y el déficit público. Una alta relación quiere decir que el gobierno está de alguna manera “engañando” a sus ciudadanos, prometiéndoles demasiadas cosas que luego será incapaz de llevar a cabo.
- El grado de control de cambios: este factor expresa, el grado que tiene el gobierno sobre el control de cambios para fijar el tipo de cambio. Cuando el gobierno tiene un alto control de esta variable, las exportaciones suelen ser caras

y, por tanto, se reducirán pero las importaciones aumentan al ser baratas. Esto provoca un desequilibrio en la balanza de pagos y tiene como consecuencias una caída del empleo, de la producción y, por tanto, del consumo.

- El gasto improductivo nacional: esta variable representa el grado en que los recursos financieros provenientes del exterior se dedican, bien al consumo o a invertirse en grandes proyectos.
- El grado de posesión de recursos básicos: cuando un país posee recursos naturales como el petróleo, café,... está expuesto a un menor riesgo que otros países que no dispongan de ellos. Pero los países que no poseen sus propios recursos naturales tienen la oportunidad de explotar una nueva ventaja que sería por ejemplo, disponer de unos recursos humanos excelentes en cuanto a directivos, trabajadores,...
- El grado de ajuste a las crisis exteriores: cada país deberá analizar en profundidad la capacidad que tiene su propia economía de soportar los impactos de crisis exteriores. Este punto es de gran importancia ya que no todas las economías tienen la misma reacción al enfrentarse a situaciones adversas.

El siguiente factor son los factores subjetivos, vamos a destacar los dos más relevantes. El primero de ellos es la incertidumbre del riesgo país sobre los derechos de propiedad. Cuando el Gobierno de un país tiene la capacidad de expropiar propiedades o bienes el riesgo político se ve incrementado. El segundo factor subjetivo se refiere a la fuga de capitales que puede existir en un país. La fuga de capitales consiste en exportaciones de dinero líquido a otro país a causa de inseguridades como en el propio, como pueden ser controles por parte del gobierno, impuestos,... En países donde la inflación es grande la fuga de capitales es notoria y para poder evitarlos hay que tomar diferentes medidas entre las que destacamos: recortar el déficit presupuestario, eliminar las barreras a la inversión extranjera, liberalizar el comercio,...

En cuanto al último factor, la aproximación micro, hay que dejar claro que no todas las empresas instaladas en el país en cuestión están expuestas al mismo grado de riesgo político, ya que depende del sector en el que operen y de factores como el tamaño, su nivel de tecnología y su forma de administración. Un claro ejemplo es el sector de servicios pues suelen estar expuestos a las expropiaciones o nacionalizaciones.

Por su parte. Iranzo (2008) parte de seis variables que influyen en los métodos de valoración y cada una de ellas puede afectar de diferente manera al país en cuestión, ya sea por su historia, localización, cultura,...

Empezando por la primera variable, la política, se hace hincapié en el riesgo de conflictos políticos tanto internos como externos, su situación geográfica, la estabilidad política, las recientes situaciones de crisis o, por el contrario, su situación de estabilidad y las perspectivas de que se mantenga, el tipo de gobierno( si el país en cuestión está bajo una dictadura o una democracia), el poder de las instituciones políticas( si permiten una total libertad a los ciudadanos, si hay aspectos donde tienen el máximo control por lo que son la máxima autoridad), el grado de corrupción( si el país dispone de medidas anticorrupción), la cultura de pago de la deuda, si existe una cultura de pagar las deudas en algún momento determinado y también puede ser una cultura específica : pagar todo al final, o cada cierto tiempo entregar una parte de la deuda. El Banco Mundial utiliza un indicador de gobernabilidad para medir el riesgo país o político teniendo en cuenta el conjunto de tradiciones e instituciones mediante las cuales un país organiza su autoridad. Este indicador incluye aspectos relevantes como el proceso de elección, cuál es el tiempo máximo que esta un Gobierno en el poder, la capacidad del Gobierno para realizar políticas que tengan eficacia y que, a su vez, sean sensatas, el respeto de los ciudadanos y del Estado a sus instituciones y a las normas ya que rigen las relaciones económicas y sociales entre ambos.

La segunda variable es el campo macroeconómico. Esta variable está afectada por la tasa de inflación, es recomendable que sea lo más baja posible para que el país disponga de una buena situación económica, el nivel del tipo de interés nominal y real, el saldo que tiene el sector público y, en el caso que haya déficit, las medidas que se van a tomar y cómo se va a financiar este desajuste. También es importante tener en mente la tasa de crecimiento económico y predecir la evolución que va a tener en el tiempo, el nivel de deuda pública ( si es muy elevada, las autoridades tendrán que decidir cómo se va a disminuir y los diferentes instrumentos que se pueden utilizar para ello como emitir deuda, pedir préstamos y, por último, el grado de desarrollo de mercado que tienen los bonos, muy importante ya que la emisión de bonos se suele utilizar para cubrir y reducir la deuda de un país).

La siguiente área es la estructura económica que tiene en cuenta el tamaño del país, cómo es su actividad productiva, si está diversificada o al contrario, está enfocada en un

tipo de actividad en concreto. A su vez, hay que analizar el nivel de exportación de los bienes y servicios y el grado de dependencia energética, ya que como sabemos, hay países que tienen una gran dependencia energética respecto de otros y, lo que, de un lado es positivo porque fomenta las relaciones pero, de otro, obliga a vigilar el precio de compra y su evolución y la cantidad de esa materia prima que tiene el país del que se depende ya que los recursos son escasos y se agotan. Otro factor importante que afecta a esta variable es ver el nivel de renta per cápita ya que, aunque sea elevada, puede estar distribuida de forma irregular.

La variable que mostramos a continuación es el sector bancario, que exige, estar atentos a diferentes conceptos como el equilibrio de los activos y pasivos bancarios en moneda extranjera; la rentabilidad de los bancos y si son capaces de ofrecer créditos a los ciudadanos y su calidad crediticia. También ha de tenerse en cuenta la tasa de ahorro doméstica, si es demasiado baja, habría que tomar medidas que favorezcan su incremento porque es un indicador que favorece el buen desarrollo de la actividad económica y es una eficaz medida de cobertura en situaciones de crisis. Para terminar con esta variable, hay que ver si existen instituciones de crédito y de depósito y analizar cómo es su funcionamiento, es decir, su grado de eficacia. Y, a su vez, verificar si hay instituciones de supervisión bancaria. Tienen un papel muy importante en situaciones adversas porque su función de intervención es clave para evitar una peor evolución en épocas de crisis aunque es positivo contar con un sector bancario muy bien controlado y supervisado.

La cuarta variable es el sector exterior. Se calcula el saldo de la balanza de pagos comercial y esto nos indica si el país tiene un desequilibrio en las exportaciones e importaciones y el saldo de la balanza de pagos corriente para ver si hay un desequilibrio en la corriente de flujo de dinero. El nivel de inversión extranjera directa y en cartera, que fueron términos estudiados en los apartados 1b y c, son dos buenos indicadores a la hora de posicionarnos frente al resto de los países ya que la existencia de un nivel alto de inversión extranjera directa y en cartera, refleja que los inversores tienen una alta confianza en ese país y es un buen síntoma para la economía del país en cuestión. La historia de las devaluaciones es un aspecto bastante relevante ya que transmite una valiosa información de cómo reacciona el país. El hecho de que exista control de cambios dificulta el movimiento de divisas y la recuperación de beneficios.

La última variable son los mercados, que aportan información sobre el riesgo de impagos del país a través de una serie de indicadores como el spread soberano, es decir, el diferencial del tipo de interés de la deuda soberana en dólares con respecto al tipo de interés de los bonos del Tesoro norteamericano a 10 años medido por el índice EMBI (Emerging Market Bond Index) de JP Morgan, y el spread del Credit Default Swap. A parte de estos indicadores, el rating soberano a largo plazo en moneda extranjera asignado por las agencias de rating tiene un papel muy importante en el mercado. Volveremos sobre esta última variable al abordar los métodos de valoración del riesgo país propugnados por las instituciones.

Una vez analizado estos dos estudios académicos, vamos a compararlos y ver los puntos débiles que tienen cada uno de ellos.

Los dos autores empiezan analizando el factor político, donde podemos ver que coinciden a la hora de explicar este factor que influye en el método de valoración del riesgo país. Se basan sobre todo en la estabilidad política del país, en la que incluyen el tipo de Gobierno que tiene el país y las medidas que toma cuando se enfrenta a épocas de crisis. Por ello, se aprecia una coincidencia a la hora de explicar este factor

Los siguientes factores que analizan son los económicos, Mascareñas Pérez-Iñigo explica que, para ver si una economía está atravesando un buen momento, utiliza una serie de variables económicas mientras la segunda autora los divide en cuatro áreas: macroeconómica, estructura económica, sector bancario y comercio exterior. En un concepto donde ambos autores hacen bastante hincapié es en el término de control de cambios. Por lo que podemos decir que aquí se detecta una considerable diversidad de enfoques.

Y, por lo que se refiere a los factores subjetivos, el primer autor destaca el poder del Gobierno en cuanto a los derechos de propiedad y termina concluyendo que estos factores son diferentes en cada país porque dependen de aspectos como la cultura, el tamaño,... mientras que Iranzo acaba hablando del poder que tiene el mercado.

Para concluir con esta primera parte podemos observar que los dos autores analizan distintos factores que influyen en el riesgo país aunque Iranzo hace hincapié en utilizar más variables y, de las que extrae conclusiones mucho más diversificadas.

### 3.2. Entidades especializadas

Esta segunda fuente de métodos de valoración del riesgo país plantea, al igual que con los académicos, el problema de seleccionar las fuentes a considerar, teniendo en cuenta, en todo caso, que debe acudir a entidades especializadas. Entre estas, podemos destacar a las agencias de rating entre las que se encuentran Moody's, Standard & Poor's y FitchRatings. Otra importante fuente a tener en cuenta son los intermediarios financieros como JP Morgan y, por último, la prensa especializada como The Economist, Euromoney, Institutional Investor. Todas estas entidades especializadas coinciden en la elaboración de índices para medir el riesgo país, en los que vamos a centrar a continuación nuestro examen.

Comenzando con las agencias de rating, hemos tomado los datos de Iranzo(2008) y Acosta(2003), partiendo de recordar que la función de esas agencias consiste en asignar un grado de calificación de riesgo crediticio para los títulos emitidos por distintos países. El grado de calificación empieza por lo más alto y acaba con los títulos de menor grado. El riesgo crediticio expresado en el grado del rating soberano puede proceder de falta de capacidad o de voluntad de pago, es decir, que el Estado carezca de recursos para pagar o que, aun disponiendo de ellos, no tengan voluntad de aplicarlos al pago de las deudas y lo utiliza para finalidades de su política.

Standard & Poor's y FitchRatings utilizan la misma escala para calificar la deuda soberana a largo plazo de moneda extranjera pero en cambio Moody's ha creado su propia escala para calificarlos. En la tabla que se elabora mostraremos a continuación, en una misma fila, los ratings se corresponde con el mismo nivel de riesgo. La tabla se divide en dos niveles, el primero que se llama nivel especulativo o *speculative o junk*. El rating que corresponde a este nivel tiene que ser igual o peor que BB+ para Standard & Poor's y FitchRatings mientras que para Moody's es Ba1. Los países situados en este nivel depende de condiciones económicas favorables para efectuar puntualmente el pago de los intereses y el principal, por lo que tienen una probabilidad alta de incumplir con sus pasivos. El segundo nivel es el grado de inversión o investment grade y se corresponde con rating iguales o mejores que BBB- para Standard & Poor's y FitchRatings y Baa3 para Moody's. Estas tres agencias controlan el 95% del mercado de rating. En cambio, los países que

se encuentran en este nivel tienen una baja probabilidad de incumplir los pagos correspondientes a sus obligaciones financieras.

Pero hay que destacar que la suma entre Moody's y Standard & Poor's llega al 80% del total del mercado y que Moody's es la agencia líder del mercado y esto es algo a resaltar ya que existen unas barreras de entrada bastante importantes.

|                    | Standard & Poor's | FitchRatings | Moody's |
|--------------------|-------------------|--------------|---------|
| Grado de inversión | AAA               | AAA          | Aaa     |
|                    | AA+               | AA+          | Aa1     |
|                    | AA                | AA           | Aa2     |
|                    | AA-               | AA-          | Aa3     |
|                    | A+                | A+           | A1      |
|                    | A                 | A            | A2      |
|                    | A-                | A-           | A3      |
|                    | BBB+              | BBB+         | Baa1    |
|                    | BBB               | BBB          | Baa2    |
|                    | BBB-              | BBB-         | Baa3    |
| Grado especulativo | BB+               | BB+          | Ba1     |
|                    | BB                | BB           | Ba2     |
|                    | BB-               | BB-          | Ba3     |
|                    | B+                | B+           | B1      |
|                    | B                 | B            | B2      |
|                    | B-                | B-           | B3      |
|                    | CCC+              | CCC+         | Caa1    |
|                    | CCC               | CCC          | Caa2    |
|                    | CCC-              | CCC-         | Caa3    |
|                    | CC                | CC           | CC      |
| C                  | C                 | C            |         |
| Default            | D                 | D            |         |

FUENTE: BANCO DE ESPAÑA, 2008

A continuación con ayuda de lo definido por Iranzo(2008) y García y Otero(2000) vamos a mostrar lo que significan las letras(Standard & Poor's y FitchRatings) y letras y números(Moody's) para calificar el riesgo. En el caso de las dos primeras empiezan con AAA, AA+, AA, AA-, A+, A, A-, BBB+, BBB, BBB-, BB+, BB, BB-, B+, B, B-, CCC+, CCC, CCC-, CC, C, D y Moody's: Aaa, Aa1, Aa2, Aa3, A1, A2, A3, Baa1, Baa2, Baa3, Ba1, Ba2, Ba3, B1, B2, B3, Caa1, Caa2, Caa3, CC, C.

AAA/Aaa: Significa el riesgo más bajo de crédito. Supone una estabilidad macroeconómica, financiera y comercial muy buena.

AA+/Aa1: tienen una muy fuerte (plus) capacidad de desembolso de la deuda pero los elementos que la cubren sufren una gran fluctuación.

AA/ Aa2: a diferencia del anterior, tiene una muy fuerte capacidad de desembolso de la deuda pero los elementos que la cubren sufren de una gran fluctuación.

AA-/Aa3: Tienen una muy fuerte (menos) capacidad de desembolso de la deuda pero los elementos que la cubren sufren de una gran fluctuación.

A+/A1: Por tener una mayor sensibilidad a las condiciones económicas adversas son considerados con una fuerte (plus) capacidad de pago

A/A2: Tiene una calidad crediticia alta pero un riesgo de crédito bajo y son los países con una política mejorable y suelen ser países que están en desarrollo.

A-/ A3: Poseen una mayor sensibilidad a las condiciones económicas adversas por lo que son considerados con una fuerte (menos) capacidad de pago.

BBB+/ Baa1: La capacidad de pago es considerada adecuada (mas). La cancelación presente de la deuda se encuentra asegurado pero esto es susceptible de cambiar en el futuro.

BBB/Baa2: Dispone de una calidad crediticia buena y en cuanto al riesgo de crédito bajo. Es el nivel más bajo del grado de inversión. Los factores políticos desempeñan un papel importante, los programas económicos están bien desarrollados.

BBB-/Baa3: La capacidad de pago es considerada adecuada (menos). La cancelación presente de la deuda se encuentra asegurado pero esto es susceptible de cambiar en el futuro.

BB+/Ba1: Presentan un cierto grado de contenido especulativo (plus) y tienen una posición incierta que los caracteriza.

BB/Ba2: es el nivel de calificación más alto de grado especulativo. Son países con una renta per cápita baja pero existe una falta de diversidad acompañada con una dificultad estructural por lo que limitan el crecimiento económico del país en cuestión.

BB-/Ba3: Presentan un cierto grado de contenido especulativo (menos) y la posición incierta los caracteriza.

B+/B1: Poseen un mayor grado especulativo (plus) y por lo tanto cualquier factor que provoque un empeoramiento en las condiciones económicas podría perjudicar su capacidad de pago

B/B2: Poseen un mayor grado especulativo y por lo tanto cualquier empeoramiento en las condiciones económicas podría mermar su capacidad de pago

B-/B3: Poseen un mayor grado especulativo (menos) y por lo tanto cualquier factor que provoque un empeoramiento en las condiciones económicas podría perjudicar su capacidad de pago

CCC/ Caa1: Relacionados con el incumplimiento ya que dependen de condiciones económicas favorables para cumplir con sus obligaciones financieras

CCC/Caa2: Relacionados con el incumplimiento ya que dependen de condiciones económicas favorables para cumplir con sus obligaciones financieras

CCC/Caa3: Relacionados con el incumplimiento ya que dependen de condiciones económicas favorables para cumplir con sus obligaciones financieras

CC/Ca: el “default” tiene una probabilidad de que ocurra.

C/C: Tienen perspectivas extremadamente malas y en algunos casos ya es señal de incumplimiento

D/D: el gobierno ha incumplido sus obligaciones financieras.

Recopilando lo expuesto podemos entrar en profundidad sobre los puntos débiles de los índices de las agencias de rating. Es un método de valoración del riesgo país que depende de la subjetividad del analista, es decir, el analista realiza el método para valorar el riesgo y depende de la percepción que él tenga del riesgo. Puede que el analista a la hora de realizar la valoración le de mucha importancia a factores que son relevantes para el inversor o viceversa o que sea la primera valoración del analista y no tenga demasiada experiencia por lo que nos estamos fiando de la percepción al riesgo del analista. Esto puede provocar resultados ineficientes en los activos o carteras del inversor y tener grandes consecuencias ya que, por ejemplo, existen inversores

institucionales, como los fondos de pensiones, a los que no les está permitido adquirir títulos con grado especulativo.

Ahora nos vamos a centrar en los índices que elaboran los intermediarios financieros.

Según Iranzo (2008) JP Morgan, banco norteamericano, elabora el índice EMBI+ o también llamado –EMBI Plus- (Emerging Markets Bond Index Plus). Es un índice que tiene una gran relevancia e importancia ya que es el índice más importante para medir el riesgo país. Tiene como objetivo crear una referencia que refleja los rendimientos de una cartera de deuda de mercados emergentes. Está compuesto por 107 instrumentos de 16 países: Argentina, Brasil, Bulgaria, Colombia, Ecuador, Egipto, México, Panamá, Perú, Filipinas, Indonesia, Rusia, Sudáfrica, Turquía, Ucrania y Venezuela. El requisito para poder formar parte de este índice es que el país interesado tenga unos instrumentos de deuda con un valor nominal mínimo de 500 millones de dólares. En 2005, JP Morgan, añadió una novedad llamado el Government Bond Index-Emerging Market para poder llegar a mercados emergentes y esto permite llegar a 19 países emergentes: Argentina, Brasil, Chile, China, Colombia, República Checa, Egipto, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Perú, Polonia, Rusia, Eslovaquia, Sudáfrica, Tailandia y Turquía.

Según Acosta (2003) el EMBI+ mide el grado de “peligro” que tiene un país para las inversiones extranjeras. Es un índice elaborado cuya función principal es analizar el rendimiento de los instrumentos de la deuda de un país.

El valor del riesgo país es igual a la diferencia entre las tasas que pagan los bonos del Tesoro de Estados Unidos y las que pagan los bonos del respectivo país. Se utiliza la tasa de los bonos del Tesoro de Estados Unidos como base ya que se asume que es la de menor riesgo en el mercado. Por lo que la fórmula quedaría de la siguiente manera= tasa de rendimiento de los bonos de un país-tasa de rendimiento de los bonos del Tesoro de Estados Unidos. El riesgo país se mide en puntos básico, es decir, cada 100 puntos equivale a 1%. Por ejemplo, cuando nos referimos a que el riesgo país tiene 1200

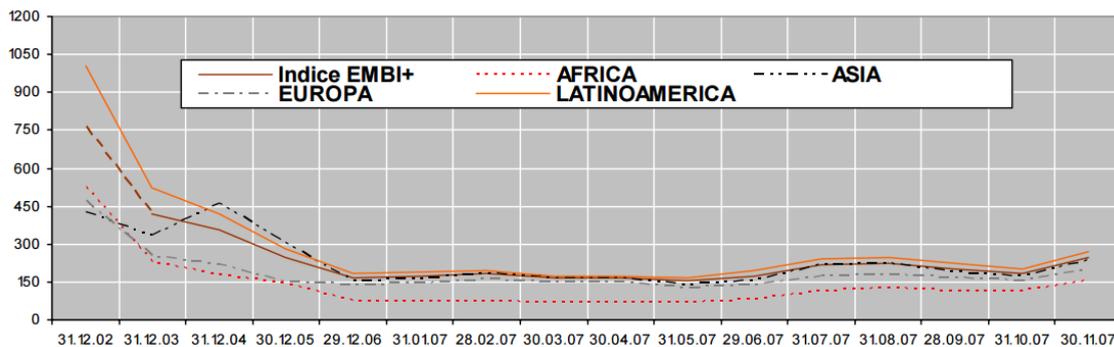
puntos, estamos diciendo que el bono del país emisor paga 12% adicional sobre la tasa de los bonos americanos.

A continuación vemos la existencia de dos tablas, la primera de ellas es del índice EMBI+ en diferentes países y regiones del año 2003 al 2007.

|                      | 30 Nov<br>2007 | 31 May<br>2007 | 31 Dic<br>2006 | 31 Dic<br>2005 | 31 Dic<br>2004 | 31 Dic<br>2003 |
|----------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Total</b>         | <b>246</b>     | <b>153</b>     | <b>169</b>     | <b>245</b>     | <b>356</b>     | <b>418</b>     |
| <i>África</i>        | 153            | 68             | 74             | 145            | 177            | 232            |
| <i>Asia</i>          | 234            | 140            | 156            | 302            | 457            | 333            |
| <i>Europa</i>        | 200            | 128            | 139            | 151            | 216            | 255            |
| <i>Latinoamérica</i> | 271            | 168            | 186            | 283            | 420            | 521            |
| Argentina            | 401            | 277            | 216            | 504            | 4.703          | 5.632          |
| Brasil               | 220            | 142            | 192            | 311            | 382            | 463            |
| Bulgaria             | 134            | 56             | 66             | 90             | 77             | 177            |
| Colombia             | 200            | 117            | 161            | 238            | 332            | 431            |
| Ecuador              | 616            | 620            | 920            | 669            | 690            | 799            |
| Egipto               | 173            | 43             | 52             | 58             | 107            | 138            |
| Filipinas            | 228            | 138            | 154            | 302            | 457            | 415            |
| Indonesia            | 265            | 150            | 164            | 126            | 166            | 199            |
| México               | 148            | 75             | 98             | 126            | 166            | 199            |
| Panamá               | 195            | 119            | 148            | 246            | 290            | 335            |
| Perú                 | 188            | 100            | 118            | 206            | 220            | 312            |
| Rusia                | 159            | 87             | 96             | 118            | 213            | 257            |
| Sudáfrica            | 149            | 72             | 81             | 85             | 95             | 141            |
| Turquía              | 247            | 181            | 207            | 223            | 265            | 309            |
| Ucrania              | 278            | 100            | 132            | 183            | 231            | 258            |
| Venezuela            | 531            | 259            | 182            | 318            | 411            | 593            |

FUENTE: J.P.Morgan(2007)

La segunda tabla muestra la evolución de índice EMBI+ en Europa, África, Asia y Latinoamérica desde el año 2002 y terminando en el año 2007



FUENTE: BANCO DE ESPAÑA (2008)

El índice EMBI+ ofrece una ventaja al mercado ya que otorga una idea inmediata de la valoración por el mercado del riesgo país utilizando la prima de riesgo correspondiente en cada caso.

Centrándonos ahora en los puntos débiles que presenta el índice EMBI+ es un índice que recoge distintos países emergentes a través de distintas variables macroeconómicas tales como el PIB, la inflación, el crecimiento,...pero hay que darse cuenta que no tiene en cuenta factores importantes como la situación política( por ejemplo, no es lo mismo la situación que atraviesa países como Rusia, México a países como Argentina, Perú), factores históricos como que la trayectoria de un país como la República Checa, por ejemplo, no es la misma que la de un país como China. Otros factores a destacar son el tamaño y las diferencias culturales entre los países en cuestión. Otro punto débil que tiene este índice es que compara todos esos países siempre con EEUU que es un país estable, bastante homogéneo y con un crecimiento económico espectacular. Esta comparación se hace entre países muy distintos y con grandes y muchas diferencias y a dicho índice pueden escapársele factores claves.

Basándonos en los índices de la prensa especializada como The Economist, Euromoney, Institutional Investor vamos a entrar a analizar los índices que utilizan para evaluar el riesgo país.

Según Mascareñas Pérez-Iñigo (2004), Euromoney empieza preguntando a expertos sobre la opinión que tienen respecto de algunos indicadores del riesgo país y cuando tiene todo los datos, crea un panel donde otorga una diferente ponderación a los indicadores analizados. Por ejemplo, a los indicadores analíticos les corresponde un 40%, a los indicadores crediticios un 20% y, por último, a los indicadores de mercado un 40%.

Siguiendo con lo expresado por Mascareñas Pérez-Iñigo (2004), el Institutional Investor crea un índice llamado Institutional Investor que clasifica la capacidad crediticia de los países sobre la base de la información proporcionada por un conjunto de 75 a 100 bancos internacionales. La capacidad crediticia que tiene cada país se pondera en función de dos variables, la primera de ellas es el grado de expansión bancaria y la segunda la complejidad de sus sistemas de análisis de país. Este índice se representa utilizando una escala que va desde 0 a 100 siendo 0 la mayor posibilidad de incumplimiento y 100 el cumplimiento más cierto.

Para acabar con los índices de la prensa especializada y siguiendo a Mascareñas Pérez-Iñigo (2004), The Economist elabora el índice The Economist analizando 77 indicadores que reflejan distintos factores como la estabilidad política, el saldo de la balanza de pagos de la cuenta corriente, la estructura financiera, el riesgo de liquidez, la política monetaria y fiscal, la calidad que tiene el Gobierno y, por último, la política regulatoria. El riesgo país o político tiene el 20% del total y esto significa que a mayor puntuación, mayor probabilidad de riesgo.

Creemos que este índice presenta alguna debilidad. El hecho de que la información sea proporcionada por un conjunto de 75 a 100 bancos internacionales apunta a que dichos bancos provienen fundamentalmente de EEUU y de Gran Bretaña por lo que no siempre serán los más adecuados para analizar los riesgos de todos los países. En definitiva, ese índice depende de la información de que dispongan los mencionados bancos internacionales en sus respectivas sedes y filiales en otros países o a través de información que reciban de sus proveedores de modo que puede pasar que no tengan la misma cantidad y calidad de información en todos los países por lo que los riesgos de algunos de ellos pueden ser valorados con menos conocimiento o datos menos precisos. Esta desigualdad de información en relación a los países se puede también deber a cuestiones culturales (no estar en condiciones de conocer y valorar muy distintas culturas), no tener el mismo grado de expansión o, visto desde el otro punto de vista,

puede colocar en situación de ventaja para valorar sus riesgos a determinados países que sean conocidos mundialmente y faciliten el análisis de sus riesgos.

### 3.3. Modelo CAPM y sus modalidades

Para terminar con el método de valoración del riesgo país nos vamos a centrar en el modelo CAPM. Antes de entrar en profundidad y hablar del funcionamiento de dicho método, vamos a hacer un breve resumen del modelo de CAPM para entender bien su funcionamiento y después aplicarlo al riesgo país.

El CAPM es una ecuación que define la rentabilidad esperada de cualquier activo como una función lineal de su beta,  $\beta_i$ . La beta es una medida de sensibilidad del activo a los movimientos del mercado. También se puede definir como una medida estandarizada del riesgo sistemático. El modelo representa la rentabilidad esperada de un activo a través de dos componentes, el primero el tipo de interés libre de riesgo y el segundo componente un rendimiento extra que viene expresado de la siguiente manera  $\beta_i \times [E(R_M) - R_{rf}]$ . Llamamos prima de riesgo de mercado a  $(E(R_M) - R_{rf})$ .

Sabal (2008) explica que cuando se realizan valoraciones de mercados emergentes hay que añadir una prima de riesgo del país a la tasa de descuento CAPM de una inversión equivalente en un mercado desarrollado. El hecho de añadir este elemento va a provocar un procedimiento erróneo y complejo a la vez cuando se trate de medir la forma en que el riesgo del país afecta a la tasa de descuento. A continuación, vamos a analizar una serie de modelos: CAPM, y sus dos modalidades que aparecen MICAPM y el modelo de modulador sistemático del riesgo país, gracias a los avances que intentan reducir al máximo posible los puntos débiles del modelo CAPM cuando se aplica a países muy diferentes entre sí.

La mayoría de los profesionales considera que los países en desarrollo tienen un riesgo país más acentuado por lo que los inversores exigen una rentabilidad mayor para compensar el riesgo asociado.

En definitiva en la mayoría de las valoraciones del riesgo país, se añade una prima de riesgo del país a la tasa de descuento de una inversión equivalente de un país desarrollado. Para clarificar esta explicación vamos a poner un ejemplo. Tenemos una tasa de descuento de Francia y queremos realizar una inversión en Nigeria, pues lo que

hacemos es coger la tasa de descuento de Francia, porque vemos que es una inversión equivalente, y le añadimos una prima de riesgo del país en cuestión que en nuestro ejemplo es Nigeria. Hemos utilizado la tasa de descuento de un país desarrollado para realizar la operación en un país que está desarrollándose. Después de este ejemplo, la mayor parte de los modelos de valoración utilizan el CAPM (Capital Asset Pricing Model), cuyo significado lo hemos explicado anteriormente.

La fórmula del CAPM es la siguiente:

$$E(R)_C = R_f + \beta * (E(R_M) - R_f) + CR$$

Donde:

$E(R)_C$  significa la rentabilidad esperada o tasa de descuento de un proyecto/inversión realizado en el país C. (Siguiendo con nuestro ejemplo anterior, el país C es el país en desarrollo, Nigeria)

$R_f$  es la tasa libre de riesgo y normalmente está expresado en dólares americanos y tiene una duración similar a la del proyecto/inversión.

$\beta$  es la beta de una inversión de un país desarrollado que es similar a la inversión que se está llevando a cabo en el país en desarrollo. Volviendo al ejemplo anterior, el país desarrollado sería Francia y consiste en coger la beta francesa para poder llevar a cabo la inversión en Nigeria.

$E(R_M)$  es la rentabilidad esperada de una cartera de mercado y suele estar representada a través de S&P500 o a través de un índice realizado por entidades financieras como Morgan Stanley Index.

CR es la prima de riesgo país en cuestión que se expresa como el diferencial entre un bono a largo plazo emitido en dólares y un bono a largo plazo emitido por EEUU.

Una vez expresada la fórmula del CAPM hay que saber que cuando utilizamos este modelo, asumimos que el inversor está diversificando el riesgo que tiene su cartera, es decir, que hay una parte del riesgo que mediante la diversificación se elimina mientras que otra parte del riesgo que llamamos riesgo sistemático no se elimina mediante la diversificación porque es originando por variables macroeconómicas, es decir, el riesgo que permanece en la cartera de mercado.

Aparte de introducir el riesgo país en la tasa de descuento como hemos dicho anteriormente, también se tiene en cuenta a la hora de realizar los flujos de caja esperados para reflejar aspectos inciertos del país en cuestión (*country uncertainties*). Y es ahora cuando surge el problema que hemos introducido al principio del apartado, al introducir el riesgo país tanto en la tasa de descuento y en los flujos de caja estamos contabilizando el riesgo país dos veces, y la pregunta que surge ahora es: ¿es esto correcto?

Siguiendo con lo que dice Sabal (2008) el hecho de introducir el riesgo país en la tasa de descuento tiene una serie de puntos débiles entre los que destacamos los siguientes. En primer lugar, no todos los proyectos /inversiones que se van a llevar a cabo están expuesto de la misma manera al riesgo país en cada país. El riesgo país no es el mismo para todos los proyectos que se van a realizar ya que hay sectores que disfrutan de mayor estabilidad que otros. Un ejemplo de ello es que si quieres realizar una inversión en dos sectores del mismo país donde el principal factor de riesgo es el control de cambios, puede ocurrir que uno de los sectores tenga mucha menos necesidad de operaciones que impliquen control de cambios que el otro.

En segundo lugar, siempre que el riesgo país este expresado como la diferencia entre los bonos nacionales (país en cuestión) y los bonos de EEUU, la prima de riesgo está condicionada con el riesgo de incumplimiento por parte del gobierno del país y la probabilidad de incumplimiento muy variable en los diferentes proyectos. Siguiendo con otros aspectos de la prima de riesgo, cuántos más flujos de caja estén comprometidos mayor será el riesgo país salvo que haya otros factores que lo amortigüen como puede ser: conocimiento del país, disfrutar una buena acogida, tener la misma cultura,...

Y por último, el punto débil más destacable es que el CAPM solo incorpora el riesgo sistemático, aquel que no se elimina con la diversificación.

Lo que podemos observar es que este modelo presenta algunos puntos débiles y a continuación vamos a comentarlos. Es un modelo que tiene en cuenta la inversión en diferentes sectores pero puede aparecer la circunstancia de que algunos de esos sectores dispongan de aspectos favorables frente a otros y que el modelo, sim embargo, no contemple esa diferencias. A su vez, no tiene en consideración que pueden aparecer nuevos sectores atractivos para realizar la inversión y esto provocaría que el riesgo

sistemático cambie y aparezcan nuevos riesgos asociados a las inversiones que se dirijan al nuevo sector. En ese caso, también podría ocurrir que, a través de la diversificación, el inversor identificase cuáles de esos sectores tienen riesgos sistemáticos y cuáles se pueden eliminar, circunstancia que el modelo tampoco parece contemplar. Y para concluir, no tiene en cuenta que pueden aparecer factores tales como la cultura, un buen crecimiento, reducción del desempleo, ... que pueden amortiguar el impacto del riesgo país.

Después haber analizado el método de CAPM, ver los puntos débiles que tiene dicho modelo aparece una posible solución al problema descrito. Aparece en los mercados emergentes cuyas acciones forman parte de programas de *American or Global Depositary Receipts*. Y dicho problema se soluciona debido a que las betas de las compañías reflejan todo el riesgo que tiene la inversión por lo que el CAPM según esta posible solución quedaría como el ratio de los países en desarrollo y a su vez el ratio tradicional de la prima del riesgo país. Por lo que el CAPM se llamaría MICAPM (Modified International CAPM) y la fórmula quedaría de la siguiente manera:

$$E(R) = R_f + \beta_w * (E(R_m) - R_f)$$

La única diferencia es que la beta es ponderada y la fórmula sería:

$$\beta_w = \alpha_i * \beta_{bi}$$

dónde:

$\alpha_i$  es el peso neto que los flujos de caja asociadas al país en desarrollo tienen en los flujos de caja totales de inversión de la empresa.

$\beta_{bi}$  es la beta de una inversión similar en el país en cuestión (i). A su vez  $\beta_{bi}$  es igual a

$$\beta_{bi} = \beta_{b,m} * \beta_{i,m}$$

donde:

$\beta_{b,m}$  es la beta de un negocio similar en un país desarrollado en relación con un índice representativo de mercado que suele ser S&P500

$\beta_{i,m}$  es la beta del índice del mercado del país en cuestión en relación con un índice representativo de mercado.

Observamos varios aspectos positivos de este modelo. Así, mientras que, en el CAPM no tenemos en cuenta las diferencias que puede haber en las inversiones en un sector frente a otro y eso nos lleva a hallar los puntos débiles mencionados anteriormente, en cambio, con este modelo al realizar la inversión con acciones y meter estas últimas en programas especiales de ADR que se negocian en otros mercados, todo el riesgo país lo introduces en otros mercados por lo que el valor de los riesgos se contempla de forma más global y a la vez más fácil de comprobar. En los países en cuyos mercados se negocian las acciones suelen ser países desarrollados lo que aporta la ventaja de ser lugares estables.

Aparte del MICAPM hay otra solución al problema de CAPM que se llama el modelo de modulador sistemático del riesgo país. Este modelo aporta un nuevo elemento para corregir las debilidades del modelo CAPM. A continuación expondremos la fórmula que sigue el modelo y su nueva aportación. La fórmula quedaría así:

$$E(R) = R_f + \beta_{b,m} * (E(R_m) - R_f) + \lambda CR$$

donde:

CR es la prima de riesgo país representativa, es el spread entre los bonos del gobierno

$\lambda$  es el cuadrado de la correlación entre las rentabilidades historias del índice de mercado local y el índice representativo del mercado. Otra posible interpretación es que representa la proporción del total de la variación de la rentabilidad del índice de mercado local que se explica con las rentabilidades del índice representativo del mercado.

La fórmula quedaría de la siguiente manera:

$$\lambda = (\beta_{i,m})^2 * \left[ \frac{\sigma_M}{\sigma_i} \right]^2$$

Donde

$\beta_{i,m}$  es la beta del índice del mercado local respecto al mercado representativo

$\sigma_M$  es la desviación típica de la rentabilidad del mercado representativo

$\sigma_i$  es la desviación típica del índice de la rentabilidad local

El modelo de modulador sistemático del riesgo país también presenta una desventaja destacable que mencionaremos a continuación. Este modelo le da mucho peso a las rentabilidades del mercado local lo cual parte de suponer que ese mercado es especialmente representativo de la situación económica del país en cuestión. No obstante, hay que tener en cuenta que estamos ante mercados poco maduros y, que, además, están situados en países en proceso de desarrollo, todo lo cual tiene como consecuencia que esos mercados frecuentemente son poco significativos y no reflejan la auténtica realidad del país.

#### **4. CONCLUSIÓN**

Los objetivos propuestos en este trabajo se engloban en dos. En primer lugar, analizar si podía realmente hablarse de un concepto unitario de riesgo país, que identificase, en todo caso, a una misma realidad y, en segundo lugar, analizar los diferentes métodos que se han propuesto a la hora de cuantificar dicho riesgo, valorando los puntos débiles que ofrecen y las limitaciones que tienen.

Cuando hemos abordado el análisis de un posible concepto unitario de riesgo país, hemos identificado algunos términos que pueden considerarse sinónimos, como es el caso de riesgo político. Por otra parte, nos hemos encontrado con que existen diferencias en la utilización del concepto riesgo país en función del activo al que se refieren las inversiones en cuestión, de manera que el significado de dicho riesgo no es el mismo si estamos contemplando un activo u otro. A su vez, hemos identificado diferencias en el significado de riesgo país dependiendo del tipo de inversión de la que se trate. Un ejemplo especialmente claro de ello son los factores que caracterizan al riesgo país cuando se está contemplando una inversión directa extranjera.

Por otra parte, durante todo el trabajo hemos podido ver que a este tipo de riesgo le afectan una gran cantidad de factores, no todos ellos de la misma naturaleza y que además tienen diferentes intensidades. No es lo mismo el factor de riesgo político en un país con una forma de gobierno democrática que el que se da en un país en el que, por el contrario, atraviesa una dictadura.

Por lo que podemos concluir este primer apartado que, visto, estudiado y analizado todo lo que afecta a la primera pregunta del trabajo, sería más adecuado hablar de riesgos país en vez de riesgo país. Cada país tiene riesgos diferentes y se comporta de una manera distinta por mucho que dos países tengan aparentemente una estructura similar.

Pero también es cierto que el concepto riesgo país apunta, en todo caso, al entorno que se da en cada país y que afecta al desarrollo de las actividades económicas y que en definitiva engloba a lo que podemos llamar incertidumbres para esas actividades. Y, en ese sentido, si puede hablarse de un concepto si no unitario si, al menos, genérico de riesgo país.

Como hemos visto en los párrafos anteriores no se puede realizar una clasificación unitaria de los países según el riesgo país porque les influyen diferentes factores dependiendo del país en cuestión Pero lo que hemos mencionado es que sí que existe un concepto genérico de riesgo país que es lo que hemos llamado la incertidumbre que acompaña a las actividades económicas que en ellos se desarrollan. Cuando se tiene la idea de realizar una inversión en un país específico no hay que atender solo a las características del proyecto (el equipo directivo, la rentabilidad esperada, las diferentes actuaciones,...) sino que además de esto, hay que tener en cuenta las características propias de cada país que te van a provocar riesgos en tu proyecto de inversión. Por estos motivos es más adecuado hablar de riesgos país en vez de riesgo país ya que son diferentes dependiendo, por ejemplo, de la zona geográfica, historia,... y porque los riesgos que afectan a cada una de esas zonas no son los mismos ni se comportan de la misma manera.

Y, ahora, centrándonos en el segundo objetivo del trabajo, si durante la primera parte del trabajo hemos visto la gran dificultad de encontrar una definición única al riesgo país, la segunda desemboca en constatar que es aún más complejo identificarlo y cuantificarlo. Esa complejidad se pone de manifiesto a través del estudio que hemos hecho de los modelos más conocidos en los que, por otra parte, hemos comprobado que tienen puntos débiles. Después de haber analizado en profundidad los modelos podemos sacar una conclusión. Como primera conclusión de esta segunda parte, destacamos la enorme diversidad de enfoques que pueden seguirse para cuantificar el riesgo país. Así, hemos comprobado que existen desde modelos académicos hasta los difundidos por los medios de comunicación especializados. A cada uno de estos métodos le influyen distintos factores que no son los mismos es importante cuestionarse qué método es el más adecuado en cada una de las circunstancias que se presenten para poder obtener los mejores resultados posibles. Respecto a los enfoques publicados por las entidades especializadas (agencias de ratings, intermediarios financieros y prensa especializada) es importante destacar la función que desempeñan ya que son entidades de una gran

relevancia en este sector y sus publicaciones son claves en muchos aspectos. Pero también hay que mencionar que tienen que mejorar los estudios que realizan teniendo en cuenta el país o países afectados, por ejemplo, en el índice EMBI+ compara países en desarrollo con un país desarrollado y muy estable que es Estados Unidos.

A su vez, los métodos más cuantitativos, como es el modelo CAPM, admiten derivaciones y matizaciones que permiten hacer frente a las debilidades detectadas.

En definitiva, estamos delante de un riesgo que, dependiendo de las circunstancias de los diversos casos, requiere utilizar métodos diferenciados por lo que es muy difícil que solo exista un único método de valoración y cuantificación.

Para concluir, si tuviéramos que realizar una recomendación a un ministro de economía a través de los resultados obtenidos, le diríamos que, en la actual fase de globalización, es importante fomentar la actividad empresarial de las empresas de su país en otros países y, para ello, los poderes públicos deben facilitar los instrumentos necesarios que hallen los factores que afectan a esas empresas en los diferentes países y, a su vez, investigar qué tipo de país es el más adecuado para determinados proyectos. Por ejemplo, si se quiere realizar una inversión en Latinoamérica y nos encontramos con el riesgo divisa, pues es importante saber analizar las consecuencias que esto va a tener en factores como el déficit público, el tipo de cambio, el crecimiento o descenso de la economía,...

## 5. BIBLIOGRAFÍA

Dans Rodríguez, Noemi. “El riesgo país en la inversión extranjera directa: concepto y modalidades de riesgo”. *Papeles de Europa* 25 (2012): 109-129. Disponible en: <http://revistas.ucm.es/index.php/PADE/article/view/41100> [Fecha de acceso: 15 marzo 2015].

García, Sofía y Otero, José Vicens. “Especificación y Estimación de un modelo de riesgo país”. *Universidad Autónoma de Madrid* (2000). Disponible en: <http://www.uam.es/otroscentros/klein/docjor/garcia.pdf> [Fecha de acceso: 5 abril 2015]

Google, Acosta, “Algunas consideraciones sobre el riesgo país”, página web de Google, <http://www.monografias.com/trabajos13/ripa/ripa.shtml> [Fecha de acceso: 24 marzo 2015]

Icex España y Exportaciones e Inversiones (2014). Disponible en <http://www.icex.es/icex/es/navegacion-principal/todos-nuestros-servicios/informacion-de-mercados/paises/navegacion-principal/noticias/4731091.html?idPais=GA&nul> [Fecha de acceso: 25 febrero 2015]

Icex España y Exportaciones e Inversiones (2014). Disponible en <http://www.icex.es/icex/es/navegacion-principal/todos-nuestros-servicios/informacion-de->

[mercados/paises/navegacion-principal/noticias/4746084.html?idPais=DZ&null](http://www.icex.es/mercados/paises/navegacion-principal/noticias/4746084.html?idPais=DZ&null) [Fecha de acceso: 25 febrero 2015]

Icex España y Exportaciones e Inversiones (2014). Disponible en <http://www.icex.es/mercados/paises/navegacion-principal/todos-nuestros-servicios/informacion-de-mercados/paises/navegacion-principal/noticias/4745566.html?idPais=MA&null> [Fecha de acceso: 25 febrero 2015]

Icex España y Exportaciones e Inversiones (2012). Disponible en: <http://www.icex.es/mercados/paises/navegacion-principal/todos-nuestros-servicios/informacion-de-mercados/paises/navegacion-principal/noticias/4578163.html?idPais=MA&null> [Fecha de acceso: 25 febrero 2015]

Icex España y Exportaciones e Inversiones (2010). Disponible en: <http://www.icex.es/comercio/navegacion-principal/que-es-icex/donde-estamos/red-territorial-de-comercio/navegacion-principal/noticias/4417524.html?idComunidad=7&null> [Fecha de acceso: 25 febrero 2015]

Iranzo, Silvia. “Introducción al riesgo país”. *Documentos Ocasionales N.º 0802*. Banco de España (2008). Disponible en: <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSerias/DocumentosOcasionales/08/Fic/do0802.pdf> [Fecha de acceso: 24 marzo 2015]

Mascareñas, Juan. “El riesgo país”. *Universidad Complutense de Madrid* (2012). Disponible en: <http://pendientedemigracion.ucm.es/info/jmas/mon/24.pdf> [Fecha de acceso: 10 de marzo 2015]

Mascareñas Pérez-Iñigo, Juan. *El riesgo en la empresa*. Madrid: Ediciones Pirámide, 2004.

Ruiz Granada, Lucía y Becerra, Luis R. “El riesgo político de un país” *Revista académica e institucional de la UCPR* N°.58 (2000). Disponible en: <http://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=4897797> [Fecha de acceso: 10 marzo 2015]

Sabal, Jaime. “A Practical Approach for Quantifying Country Risk”. *Universidad Georgetown vol.2 num.3* (2008).