

# De ratings bajos y países cercanos

< POR MARÍA DE LA PAZ VELA >  
 ILUSTRACIÓN: CAMILO PAZMIÑO >



En los pasados tres meses surgieron noticias sobre las calificaciones de riesgo de tres países allegados políticamente: Ecuador, Argentina y Venezuela. Muy cercanos en sus concepciones políticas son también próximos en sus calificaciones, empezando por el nivel más bajo del escalímetro, en el que los bonos emitidos por el soberano, fácilmente se catalogan entre los *junk bonds* o bonos basura. En este artículo se describe la situación y GESTIÓN entrevista, para conocer más a fondo el tema, al responsable para América Latina de la calificadora Fitch, el especialista César Arias.

## Cuatro escalones más abajo del grado de inversión

El Ecuador obtuvo una subida en el *rating* por parte de Standard & Poor (S&P) el 20 de agosto de 2014. Esta calificadora elevó la perspectiva para los bonos soberanos de largo plazo del Ecuador a B+ desde B. Se trata de un cambio de perspectiva a una visión más positiva. Al mismo tiempo, confirmó las calificaciones de corto plazo de B para el Ecuador y subió la evaluación de transferencia y convertibilidad (T&C) a B+ de B.

Una nota de Bloomberg del 26 de septiembre señala que los bonos emitidos a través de un fideicomiso creado en las Islas Caimán (paraíso fiscal), con el nombre de Noble Sovereign Funding I Ltd., fueron calificados con B+, “cuatro escalones más abajo del grado de inversión, pues la transacción se sustenta en los flujos de caja del gobierno de Ecuador como garante del préstamo subyacente”. Los bonos vencen

en 2019 y pagan 5,63% sobre una tasa Libor a tres meses y fueron vendidos a 98,1 centavos de dólar, todo de acuerdo con datos compilados por Bloomberg. El préstamo fue realizado por la empresa privada Noble Americas, una conocida proveedora de derivados para EP Petroecuador, y con la que la empresa estatal se obligaría a comprar a Noble Americas 30%-50% de los requerimientos de nafta de 93 octanos; 45%-55% de nafta de 87 octanos y de 30% a 50% de las necesidades de diésel *premium*, según una noticia publicada en *El Universo* el 30 de septiembre. A pesar de que GESTIÓN dirigió preguntas al Ministerio de Finanzas y al Ministerio de Coordinación de la Política Económica para ampliar la información sobre el crédito y sobre la versión de Bloomberg, al cierre de esta edición, no recibió ninguna respuesta al respecto. Este crédito muestra la búsqueda de alternativas de financiamiento, para dar soporte a todos los gastos previstos en el presupuesto estatal.

Volviendo al tema de los *ratings*, S&P argumentó que subió la calificación de largo plazo del Ecuador como resultado de la mayor flexibilidad fiscal del Gobierno, su mejor posición de liquidez externa y un entorno de inversión más positivo. Mencionó para esta mejor liquidez el hecho de que, en junio de 2014, el Gobierno emitió un bono internacional por \$ 2.000 millones que ayudó a diversificar las fuentes de fondeo, además de impulsar su liquidez externa.

Como muestra de la intención de atraer los capitales de IED, destaca que, en los dos años anteriores, el Gobierno ha dado mayores señales de pragmatismo, en los sectores del petróleo y la minería, un renovado compromiso con instituciones multilaterales como el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial. También resalta que ha impulsado la inversión pública con el objeto de estimular el crecimiento económico e incrementar sus fuentes de energía renovables, especialmente proyectos hidroeléctricos. La calificadora considera probable que esos esfuerzos tengan un efecto favorable sobre la posición de la balanza de pagos del país y apuntalen las expectativas de crecimiento económico.

Además, S&P considera que el crecimiento económico es sólido gracias a una década de estabilidad monetaria y el significativo programa de infraestructura del Gobierno, que totalizó 12% del PIB en 2013. La firma espera un crecimiento real del PIB per cápita de 2% a 3% anual durante el período de 2014-2017, derivado principalmente de la inversión, específicamente la del sector público, y destaca como fundamental la inversión pública en infraestructura vial, aeroportuaria e hidroeléctrica.

Otra firma calificadora reconocida internacionalmente es Fitch. Un especialista de esta firma, consultado por GESTIÓN, César Arias, sostiene que el Ecuador ha tenido un historial muy variable (Cuadro 1). “Empezamos a calificarlo en 2002 con CCC+, luego subió en 2004 a B-; bajó en 2007 a CCC, nuevamente bajó en 2008 a *de-*

*fault* parcial; en 2009 subió a CCC; en 2010 subió a B- y en octubre de 2013, al igual que lo hicieron otras calificadoras, Fitch también lo subió a B. Todo esto depende de otros factores también, señala, como el plazo del endeudamiento, el monto del mismo, la estructura de las operaciones. Algunas operaciones del Ecuador, por ejemplo, se estructuran basadas en el petróleo como colateral; en el caso del oro también sirve como colateral. Cuando hay colaterales, el precio del financiamiento puede bajar, porque hay la seguridad del colateral. Esas son las razones para que en este momento el Ecuador esté en B, con una perspectiva estable.

Ante la consulta de si un *rating* bajo implica que nuevas emisiones sean atractivas solo si pagan un interés alto respondió: “Sí las calificaciones de riesgo están asociadas al costo de endeudamiento. Pero manteniendo estos factores constantes, mayores niveles de riesgo implican tasas de interés más altas. Los inversionistas incorporan en la tasa de interés el riesgo que ellos consideran apropiado. En el caso del Ecuador, se ha demostrado que hay similitud entre los costos financieros de la nueva emisión de bonos por \$ 2.000 millones, en junio, con un cupón de 7,95% y los costos de créditos obtenidos con China, por 6,9%. Entonces

se ve que hay cierta correlación entre los costos financieros de la emisión en bonos y del crédito que pudo acceder en mercados internacionales. Por teoría del mercado, debería ser así, porque de otra manera los emisores de deuda se irían donde las fuentes son más baratas”.

### El país gaucho en moratoria selectiva

El miércoles 31 de julio las agencias de calificación de riesgo, las mismas S&P, Fitch y otras, declararon a Argentina un *default* selectivo, al vencer el plazo que tenía el país para pagar \$ 539 millones. Ese era el monto que debía cancelar a un grupo de tenedores de bonos reestructurados que vencieron el 30 de junio. Sin embargo, a pesar de que el Banco de la República Argentina hizo la transferencia de fondos al agente pagador en Nueva York en junio, los fondos no fueron transferidos a los bonistas cobradores en julio, debido a una sentencia del juez estadounidense Thomas Griesa. Según el fallo de este juez, Argentina no puede pagar sus bonos

CUADRO 1  
Historial de ratings del Ecuador

FUENTE: FITCH RATINGS.

| Fecha     | Largo plazo-moneda extranjera | Largo plazo-moneda nacional |
|-----------|-------------------------------|-----------------------------|
| 18-oct-13 | B                             | n.a.                        |
| 05-nov-10 | B-                            | n.a.                        |
| 04-sep-09 | CCC                           |                             |
| 15-dic-08 | RD                            |                             |
| 17-nov-08 | CCC                           |                             |
| 30-oct-07 | CCC                           |                             |
| 23-ene-07 | CCC                           |                             |
| 14-dic-05 | B-                            |                             |
| 29-ago-05 | B-                            |                             |
| 07-oct-04 | B-                            |                             |
| 21-jul-04 | CCC+                          |                             |
| 25-sep-03 | CCC+                          |                             |
| 24-mar-03 | CCC+                          |                             |
| 08-nov-02 | CCC+                          |                             |

CUADRO 2  
Historial de ratings de Argentina

FUENTE: FITCH RATINGS.

| Fecha     | Largo plazo-moneda extranjera | Largo plazo-moneda nacional |
|-----------|-------------------------------|-----------------------------|
| 31-Jul-14 | RD                            | CCC                         |
| 27-Nov-12 | CC                            | B-                          |
| 12-Jul-10 | B                             | B                           |
| 18-Dec-08 |                               | B-                          |
| 1-Aug-06  |                               | B                           |
| 14-Dec-05 | RD                            |                             |
| 3-Jun-05  | DDD                           | B-                          |
| 26-Apr-04 |                               | B-                          |
| 24-Jan-03 |                               | CC                          |
| 4-Jan-02  |                               | C                           |
| 3-Dec-01  | DDD                           | DDD                         |
| 6-Nov-01  | C                             | C                           |
| 2-Nov-01  | CC                            | CC                          |
| 12-Oct-01 | CCC-                          | CCC-                        |
| 11-Jul-01 | B-                            | B-                          |
| 28-Mar-01 | B+                            | B+                          |
| 20-Mar-01 | BB-                           | BB                          |
| 21-Sep-00 | BB                            | BB+                         |
| 3-Dec-97  | BB                            | BB+                         |
| 28-May-97 | BB                            |                             |

reestructurados hasta que pague también otros \$ 1.500 millones a un grupo de fondos especulativos (fondos buitres) que habían presentado una demanda contra ese país con anterioridad, exigiendo el pago total de sus papeles.

La calificación es de *default* selectivo, porque se refiere a este pago concreto, con vencimiento original del 30 de junio, y que estaba sujeto a un período de gracia de 30 días que expiraba al finalizar el miércoles 31 de julio.

Además, hay bonos argentinos pagables bajo ley de EEUU, otros en Argentina e incluso en diferentes monedas: pesos, dólares, yenes... En medio de esta complejidad de la deuda argentina, a estas alturas, ya debe estar claro lo que en un principio no lo estaba: qué bonistas pueden recibir los pagos de Argentina y cuáles no, según la decisión judicial de Griesa, en el distrito de Nueva York, que es la sede legal común donde se ventilan legalmente todos los diferendos judiciales derivados de las emisiones de bonos soberanos.

Pero como aclara S&P, esta agencia podría revisar su clasificación en el momento en que se abra un camino para efectuar los pagos.

Con respecto al historial de deuda de Argentina, César Arias señala que, en 1997 y en 2000, hubo un *rating* de BB+, lo que quiere decir que estaba solo a un paso del grado de inversión que es BBB-, luego desde marzo de 2001 empezó a deteriorarse para terminar ese año en DDD. Después empezó a subir su calificación en 2002 a C, en 2003 a CC, luego en 2005 a B-, en 2006 a B, pero a partir de 2006 ha empezado nuevamente a bajar a B-... Su *rating* volvió a subir a B, luego ha vuelto a bajar en noviembre de 2012 a B-, y este año ha vuelto al *default* selectivo el 31 de julio de 2014 (Cuadro 2). En el caso argentino, las calificaciones son complejas, puesto que este país emite diferentes tipos de bonos en diferentes monedas y diferentes jurisdicciones, lo que obliga a calificaciones distintas. “Hoy por hoy, no todos los bonos de Argentina están en *default*, hay algunos que están

pagando”, dice Arias. Fitch tiene bonos de Argentina que están en *default*, bonos de Argentina que están en CC, bonos que están en C, dependiendo de la jurisdicción donde fueron emitidos, su moneda y sus condiciones.

### Cuesta abajo en su rodada

Venezuela, por su parte, el 17 de septiembre recibió una baja en el escalón de *ratings* por parte de S&P, a un nivel de CCC+ para el largo plazo, el nivel más bajo en 17 meses, y siete niveles por debajo del “grado de inversión” y un mínimo margen por encima de la calificación de Ucrania, país afectado por la guerra. La calificadora consideró que hay una desaceleración del crecimiento económico y que la inflación se ha disparado. Los cálculos de S&P son que la economía venezolana se contraerá 3,5% este año, después de crecer 1% en 2013. La inflación se aceleró a 63,4% en agosto, la más rápida subida desde 1997 y la mayor entre los países que Bloomberg monitorea.

Los bonos 2027, que son referenciales de la situación económica venezolana, cayeron el 17 de septiembre 4,23 centavos a un nivel de 68,85 centavos de dólar, el más bajo desde abril 2013, citaba una nota de Bloomberg (por **Anatoly Kurmanev** y **Camila Russo**). Al mismo

tiempo, el rendimiento extra que los inversionistas demandaban de los bonos venezolanos sobre los bonos del Tesoro, se amplió 0,94 puntos porcentuales a un nivel de 14,69%, el mayor incremento en mercados emergentes de acuerdo a los parámetros establecidos por los índices de JPMorgan Chase & Co.

La reducida provisión de dólares del Gobierno ha llevado a que los consumidores carezcan de todo tipo de provisiones, desde medicinas básicas a baterías de autos, situación que llevó a que el afamado economista **Ricardo Hausmann**, muy conocedor del Hemisferio Occidental, sugiriera que sería mejor que Venezuela declarase la moratoria sobre sus bonos y utilizase el *cash* para pagar por sus importaciones.

“La baja en la calificación que hizo S&P se basa en un deterioro económico continuo, incluyendo la subida de la inflación y la caída de la liquidez externa, así como la declinante probabilidad de que el Gobierno implemente oportunos pasos de corrección para restañar la economía”, señaló por su parte **Sebastián Briozzo** de S&P. Y agregó que “el Gobierno puede caer en mayor tensión al servir una deuda externa cuyo nivel sigue subiendo”.

Al evaluar a Venezuela, César Arias de Fitch señaló a GESTIÓN que en el historial de deuda (Cuadro 3), el país caribeño llegó a tener entre 2005 y 2007 una calificación de BB-, que quería decir que estaba a tres pasos del grado de inversión BBB-. Pero, a partir del 15 de diciembre de 2008, tuvieron que descender su calificación a B+, y luego el 25 de marzo de 2014 a B, y esa B ya no está con perspectiva estable sino con una perspectiva negativa, lo que quiere decir que hay una alta probabilidad de que se produzca una baja en la calificación en los próximos meses. Este es un ejemplo en el que se demuestra que las calificaciones cambian cuando los países son evaluados y no necesariamente cuando están atravesando un evento de no pago, como en ocasiones se les critica a las calificadoras, primer punto que aclaró en la entrevista.

CUADRO 1

### Historial de ratings de Venezuela

FUENTE: FITCH RATINGS.

| Fecha     | Largo plazo-moneda extranjera | Largo plazo-moneda nacional |
|-----------|-------------------------------|-----------------------------|
| 25-mar-14 | B                             | B                           |
| 15-dic-08 | B+                            | B+                          |
| 18-oct-07 | BB-                           | BB-                         |
| 16-nov-06 | BB-                           | BB-                         |
| 14-nov-05 | BB-                           | BB-                         |
| 20-sep-04 | B+                            | B+                          |
| 23-jun-03 | B-                            | B-                          |
| 10-ene-03 | CCC+                          | CCC                         |
| 28-jun-02 | B                             | B-                          |
| 06-feb-02 | B+                            | B                           |
| 18-dic-01 | BB-                           | B+                          |
| 02-jul-01 | BB-                           | B+                          |
| 21-sep-00 | BB-                           | B+                          |



ENTREVISTA

## “Evaluamos el riesgo estructural de no pago y no particularmente un evento”

César Arias,  
especialista  
de Fitch Ratings



En primer lugar, se califica de manera permanente a los países, cada año al menos. Y si se producen acontecimientos positivos o negativos, se lo hace antes. Los países del mundo y de América Latina que califica Fitch están estrictamente dentro de ese ciclo de un año; en Europa, cada seis meses. Por lo que no es cierto que las calificadoras solo calificamos cuando hay un evento. Segundo, las calificaciones de riesgo soberano, de la manera como nosotros ofrecemos, están hechas a través del ciclo económico, tienen como objetivo dar una opinión independiente sobre el perfil de riesgo a través del ciclo, lo que quiere decir que no necesariamente bajamos la calificación cuando ocurre algo malo o subimos la calificación cuando ocurre algo bueno. De lo que se trata no es del análisis coyuntural de la fortaleza de pago de los países sino del análisis estructural de la fortaleza de pago de los países sino del análisis estructural de la capacidad de pago de estos países, porque si no cada vez que sale un título o hay un evento estaríamos subiendo o bajando la calificación y eso no hacemos. Fitch ofrece un servicio y una opinión que está a prueba de ciclo económico de los países.

Un país AAA, que está en la cima del *rating* de inversión, tiene mayor

fortaleza de absorber pérdidas durante un ciclo recesivo y precisamente por eso es un país que puede mantener su calificación AAA. Los países que tienen grado de inversión por definición tienen menor variabilidad de sus calificaciones a través de los ciclos económicos. Y lo contrario: los países que son de grado especulativo tienen mayor variabilidad en sus calificaciones de riesgo; es decir, bajan con mayor facilidad dependiendo del ciclo económico en el que se encuentran. Entonces, por ejemplo, países exportadores de *commodities* (materias primas) son muy vulnerables, cuando están en la escala de calificación especulativa, a qué tasa con los precios de las materias primas. Por eso, en los casos de Venezuela y de Argentina, han subido y han bajado bastante en la escala de calificación porque son países de grado especulativo.

—¿Qué mide una calificadora?

—La capacidad y voluntad de pago de los países de la deuda emitida en bonos, con una opinión independiente. Ese es el valor agregado, el análisis independiente que permite dar las principales características del perfil de riesgo de los países. Son categorías que permiten comparar la situación de deuda con otros países en el mundo.

—¿Qué expresa una letra?

—La letra asignada condensa de manera sencilla y, sobre todo, comparable la probabilidad de que estos países paguen su deuda en bonos o no. Poner en una escala todos los bonos emitidos los hace comparables y resuelve un problema de asimetrías de información.

Los inversionistas tienen un universo muy grande de inversión, y las calificadoras sirven como una fuente de información independiente

—¿Cómo es la escala para países de grado de inversión?

—La escala Fitch de calificación va desde la AAA, que es el riesgo menor de no pago de un país. Se otorga a países con capacidad de pago excepcional, que honran sus intereses y compromisos de deuda. Su capacidad de pago no se ve afectada por los ciclos económicos ni por posibles choques externos o internos a la economía. Emiten deuda en su moneda y sirven como un activo refugio: EEUU y Alemania están en esta categoría. Luego las categorías empiezan a bajar a la AA, A y BBB. Países que están entre la categoría AAA y BBB son los que se denominan países de inversión. Esos países tienen menores posibilidades de “no pago” de su deuda.

—¿Cómo es la escala de los países de grado especulativo?

—Continúan en la escala las categorías BB, CCC, CC, C y el *default* selectivo, RD si es parcial y D si es total. Entonces los bonos que están calificados para todos esos países entre BB y D son lo que el mercado denomina calificaciones de grado especulativo. Y en estos, la posibilidad de no pago es más alta y su capacidad se ve afectada por la volatilidad en los ciclos económicos.

Para hacer un análisis prospectivo damos una perspectiva, añadiendo un signo, que puede ser positiva +, estable o negativa -. Si es positiva, estaría próxima a subir un escalón en las letras en los meses siguientes y si es negativa estaría próxima a bajar un escalón en las letras. Si es estable, hay balance de riesgo. ■