

## ¿Por qué el riesgo país debería considerarse en la evaluación financiera de un proyecto o una empresa?

*Why Should the Country Risk be Considered  
in the Financial Evaluation of a Project or Company?*

*Por que o risco-país deve ser considerado na avaliação  
financeira de um projeto ou empresa?*

**Laura B. Lazo Sandoval**

*Universidad Andina Simón Bolívar, Sede Ecuador. Quito, Ecuador*  
lalylazo@hotmail.com

*El análisis de riesgo país había sido  
“más un arte que una ciencia”*

Ronald L. Solberg (1992)

Artículo de opinión

Licencia Creative Commons



Las noticias de la prensa nacional advertían que la percepción de riesgo país del Ecuador, por parte de inversionistas extranjeros, en la última semana de marzo de 2020, ascendía a 3652 puntos básicos y los costos para financiar los proyectos de las empresas ecuatorianas resultarían en pérdida. Sin embargo, surgen interrogantes: ¿por qué una evaluación realizada por empresas extranjeras ajenas a la realidad de un país influye en los flujos de deuda o inversión en el campo privado?, ¿por qué un financiero debe revisar continuamente este indicador para estrategias de flujos de fondos (El Universo 2020). Las empresas, al analizar opciones de crecimiento o reestructuración de sus fuentes de financiamiento —frente a una realidad de globalización y libre flujo de fondos entre países— se encuentra en un contexto donde puede acceder a recursos más competitivos en el extranjero que a nivel interno; sin embargo, esta senda puede ser más sinuosa en países latinoamericanos que en países europeos o norteamericanos. En tanto, ¿cuál es el factor que transforma en peligroso el camino antes descrito? La respuesta se resume en el concepto de *riesgo país*.

Así, por ejemplo, desde pequeños productores hasta grandes industrias sienten un verdadero azoramiento cuando los titulares de los medios de comunicación advierten que el riesgo país de donde realizan sus operaciones, está subiendo. Por tanto, es importante indagar y escudriñar entre conceptos, experiencias y realidades económicas que se relacionan con el riesgo país, el flujo de fondos, la inversión extranjera y la viabilidad financiera de empresas que están localizadas geográficamente donde este indicador tiene mayor volatilidad y deben prestar mayor atención para entender las interrelaciones y sus efectos.

Robin Koepke (2015), en su publicación *What Drives Capital Flows to Emerging Markets?*, recopila cerca de cuarenta estudios empíricos que coinciden en determinar al riesgo país como un factor de atracción en los flujos de capital, y explica el comportamiento racional de los inversionistas con base en información real del país receptor de dichos montos.

¿Por qué el riesgo país debería considerarse en la evaluación financiera de un proyecto o una empresa?

En este mismo sentido, la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Carvalho 2018) desarrolló una metodología para calcular indicadores adelantados de flujos de capitales para países de América Latina que determina al riesgo país como una variable explicativa denotando, una vez más, la estrecha relación que tienen los flujos de capitales con el riesgo país.

En la esfera macroeconómica se ha comprobado que los flujos de capital que ingresan a un país —también conocido como inversión extranjera directa (IED)— están positivamente correlacionadas, podría inducirse que, asimismo, a nivel microeconómico este indicador impacta directamente a los proyectos o empresas que tienen fuentes de financiamiento externas. A través de este análisis, se reflexionará, teóricamente, que es recomendable integrarla en la valoración financiera de fuentes de financiamiento o inversión de procedencia externa.

## Riesgo país

En principio, se repasarán algunos conceptos de riesgo país para determinar en qué consiste. Una de sus definiciones es la exposición a dificultades de repago en una operación de endeudamiento con acreedores extranjeros o con deuda emitida fuera del país de origen. Además, se hace una distinción entre riesgo soberano como un subconjunto del riesgo país y califica a las deudas garantizadas por el gobierno y riesgo no soberano como la calificación asignada a las deudas de empresas privadas (Nagy 1979).

Otro concepto que define al riesgo país, y que evidencia una relación con las primas de riesgo aplicables a valoraciones financieras, es de Ayala (2002) donde indica que es el riesgo asumido por suscribir o adquirir títulos de renta fija o variable, emitidos por entidades de un país extranjero, o al conceder préstamos o créditos a residentes de dicho país. El riesgo considera tanto al principal como a los intereses de la deuda.

Schuster (2005) determina que el riesgo país tiene implicaciones que muestran el nivel de riesgo de invertir en un país en un momento determinado, la probabilidad de que al país le sea imposible responder a sus compromisos de pago de deuda, en capital e intereses, en los términos acordados.

El análisis de la capacidad de pago de un país está basado en los factores económicos y políticos que afectan la probabilidad de pago.

Mascareñas (2008) define al riesgo país como la referencia a la incertidumbre asociada al rendimiento de la inversión que surge al negociar con las empresas o instituciones de un Estado determinado. Es decir, trata de las posibles consecuencias negativas referentes al valor de los activos situados en dicho Estado o a los derechos de sus residentes, como consecuencia de alteraciones en las estructuras políticas, económicas y sociales del país en cuestión.

La importancia de este indicador radica en que reduce la asimetría de información de las principales variables socioeconómicas, políticas y legales de una geografía donde, tanto prestamistas como inversores, encuentran directrices para sus estrategias.

Un país podría incidir en su calificación de riesgo respecto de los niveles de endeudamiento externo y su capacidad de honrar las deudas, medido en términos de PIB, sin dejar de lado a la inflación anual. Tras una revisión de las principales metodologías de las agencias calificadoras se determinó que sus evaluaciones se concentran en variables macroeconómicas tales como PIB per cápita, crecimiento del PIB, inflación anual, déficit fiscal sobre PIB, cuenta corriente sobre PIB, deuda externa sobre exportaciones, variables *dummy* sobre adelanto económico y deuda externa.

La teoría económica determina que el riesgo de crédito de un país está dado por la siguiente ecuación (Hague 1996):

$$Cr = Cr (D, gy gx , Rm, Cay, Px /Pm, IPC, TCR) \quad (1)$$

Donde:

Cr = probabilidad de incumplimiento de pago.

D = coeficiente de deuda dividido para PIB.

g = tasa de crecimiento de las exportaciones.

Rm = coeficiente de reservas dividido para importaciones.

Cay = coeficiente de la cuenta corriente dividido para PIB.

Px/Pm = términos de intercambio.

¿Por qué el riesgo país debería considerarse en la evaluación financiera de un proyecto o una empresa?

IPC = medida de inflación.

TCR = tipo de cambio real.

La relación de D, IPC y TCR con Cr es negativa, el resto son positivas.

Generalmente, el Indicador de Bonos de Mercados Emergentes (EMBI por sus siglas en inglés) es el principal indicador de riesgo país; fue creado y calculado por J. P. Morgan Chase en 1990.<sup>1</sup> Es el resultado de la resta entre las tasas de interés que pagan los bonos denominados en dólares, emitidos por países subdesarrollados, y los Bonos del Tesoro de Estados Unidos, característicamente denominados libres de riesgo (riesgo cero). Este indicador se lo expresa en puntos básicos por encima del rendimiento de los bonos libres de riesgo: los *Treasury Bills*. Mientras más alto es el EMBI, significa un mayor riesgo de incumplimiento.

Adicional al trabajo y continua renovación de J. P. Morgan están otras agencias e instituciones que hacen evaluaciones públicas y privadas de riesgo de crédito de países y empresas; algunas de las más conocidas en el ámbito mundial son Moody's, Standard and Poors y Fitch Ratings. Los métodos de cálculo del riesgo país más utilizados en el mundo se clasifican en cualitativos, *checklist* y estadísticos. Asimismo, se subclasifican en riesgo país y riesgo soberano. En la tabla 1 se presenta un resumen de esta clasificación.

Al revisar el trabajo de las agencias calificadoras, estas se concentran en el riesgo soberano donde evalúan la capacidad e intención de un país en honrar sus deudas al vencimiento en los términos acordados con los acreedores privados al momento de pactar el crédito. Los *ratings* que son publicados por las agencias son el resumen de la estimación de probabilidad de *default* según sus propias metodologías, por ejemplo, Fitch y Standard and Poors, mientras que la calificación de Moody adicional a la probabilidad incorpora su expectativa de pérdida monetaria de las partes no honradas.

---

1, Para leer más sobre el EMBI pueden acceder al siguiente vínculo: <https://bit.ly/2DJxO2g>.

Tabla 1  
Clasificación de metodologías y calificadoras

Metodología	Tipo de calificación	
	Riesgo país	Riesgo soberano
Cualitativa	Institutional Investor, Business Environ. Risk Intelligence, Control Risk Information Services.	
Mixta	Economist Intelligence Unit, Euromoney country risk, EFIC's Country Risk, Japanese Center for International, Political Risk Services: ICRG y IBC Index.	Moody Standard and Poors Fitch Thomson BankWatch Duff and Phelps Credit Rating
Cuantitativa	Bank of America Bloomberg	

Fuente: Erb, Cambell y Tadas (1996).

Las evaluaciones anuales realizadas por las agencias calificadoras, en términos generales, se concentran en los siguientes riesgos:

- Riesgo económico.
- Riesgo político, orden institucional y de gobierno.
- Riesgo del sistema financiero.
- Riesgo de cultura de pago o ejercicio de la ley.

Según los hallazgos de investigaciones realizadas por Standard and Poors (2018) se demuestra que el riesgo país, al ser un resultado de una amplia gama de riesgos económicos, institucionales, de mercados financieros y legales, incide en hacer negocios con o en un país específico, donde la calidad crediticia de una entidad no soberana se puede ver impactada en mayor o menor grado.

Así, Standard and Poors (2018) ha encontrado correlaciones entre las tasas de incumplimiento de empresas y las crisis soberanas y volatilidad macroeconómica que se traduce en riesgo económico. En tanto a la estabilidad y previsibilidad del entorno nacional para los actores no soberanos, mostraría el bajo nivel de riesgo político, de orden institucional y de gobierno que da condiciones favorables para el desarrollo de empresas y proyectos. En cuan-

¿Por qué el riesgo país debería considerarse en la evaluación financiera de un proyecto o una empresa?

to al riesgo del sistema financiero, publicaciones anteriores demuestran que existe un vínculo significativo entre incumplimientos corporativos y crisis bancarias. Respecto al riesgo de cultura de pago o ejercicio de ley es importante, en cuanto los inversores se pueden ver afectados, cuando un gobierno no tiene cultura de pago o ejercicio de ley porque podría estar sujeto a abusos tales como expropiación o nacionalización de sus posesiones.

Como conclusión, en este acápite es convincente la relación que existe entre el riesgo país y los flujos de fondos de inversión que se movilizan entre jurisdicciones en el ámbito mundial, e intuitivamente entabla la pregunta si una valoración financiera puede obviar su consideración so pena de su sustentabilidad.

## Flujos de capital y prima de riesgo

Al inicio del presente análisis se evidencia, a través de varias investigaciones empíricas, la relación entre el riesgo país y los flujos de inversión que ingresan a un país. A este respecto es importante mencionar al estudio realizado por Rosas, Flores y Díaz-Batista (2015) que presenta la integración entre el índice de riesgo país representado por el EMBI y el flujo de inversión extranjera a través de la prueba de estacionariedad de Elliott, Rothenberg y Stock denominada ERS-GLS, la prueba M-GLS propuesta por Ng-Perron y el análisis VAR, demostrando que esta relación se extiende en el largo plazo.

También es importante mencionar a Harberger (1976), quien visualiza al riesgo país como un impuesto que disminuye el *stock* de capital hundido y, a diferencia de uno convencional, no aumenta la recaudación para el Estado. Esta prima incrementa el costo de la inversión y reduce el mercado del capital, así demuestra que, para que un país subdesarrollado pueda acceder a fondos en el exterior deberá ofertar una tasa de interés que contenga una prima por el riesgo de llevar dichos fondos a un lugar relativamente inestable en unos de sus factores principales (económicos, sociales, políticos, bancarios; es decir, macroeconómicos) y se describe la función de la prima de riesgo como creciente respecto a la deuda externa donde demuestra que compensa al acreedor la diferencia que él percibe entre el valor contractual del préstamo y el valor esperado del flujo de intereses y amortizaciones a cargo del deudor.

Cuando se visualiza a un flujo de capital externo, como la compra de un activo financiero, es más fácil entender que requerirá de una tasa de retorno donde se prime la liquidez que no se pudo obtener en mercado interno por la oferta de fondos. Con esta analogía, se hace evidente que es necesario determinar la prima o *premio* que se ofertará para obtenerlo en competencia con otros vendedores de activos financieros en mercados internacionales, en términos de comercio internacional dicha prima generalmente es el riesgo país.

Este concepto es justificación principal del modelo de carteras eficientes (CAPM por sus siglas en inglés) modelo desarrollado por Modigliani y Miller, que se enfoca en determinar que un accionista tiene su costo de oportunidad en función de una tasa libre de riesgo con una prima de riesgo de mercado (Ross 2019).

$$E(R) = Rf + \beta * \text{prima de riesgo} \quad (2)$$

Donde:

$E(R)$  = retorno del activo esperado.

$Rf$  = tasa libre de riesgos.

$B$  = factor de riesgo de un activo en una cartera diversificada; mide la sensibilidad de dicha cartera a movimientos del activo.

*Prima de riesgo*, que existe por operar dicha cartera en una ubicación que tiene un factor de riesgo país.

Si bien este método cuenta con pros y contras, es el que, en mayor medida, ha demostrado que la valoración de retornos o flujos están directamente influenciados por el riesgo país que debe ser compensado sobre el retorno de economías libres de riesgo.

La usabilidad de este método queda restringido al desarrollo del mercado bursátil donde esté circunscrita la cartera, y en el caso que no haya información, no se puede calcular la beta, motivo por el cual no es el único ni mejor de los métodos para determinar retornos o tasas de descuento en la estimación de flujos futuros.

Se ha venido discutiendo sobre el riesgo país y su compensación, la cual los inversionistas desearían incorporar en los retornos que percibirán por sus capitales invertidos. En este punto es propio considerar que del otro lado de



¿Por qué el riesgo país debería considerarse en la evaluación financiera de un proyecto o una empresa?

la transacción aquellos que usarán dichos recursos deberán contemplar este costo adicional en caso de operar con flujos externos.

Cuando los métodos de valoración no son a través de CAPM y se concentran en la actualización de flujos futuros, la principal cuestión es determinar una tasa de descuento que considere el costo adicional por riesgo país.

Esta prima de riesgo podría considerarse como la diferencia entre el retorno que pagan los bonos soberanos libres de riesgo y el retorno de los bonos soberanos de la economía emergente (*spread* soberano) o, en su defecto, al EMBI de la economía emergente. Además, existe una tercera opción que implica un tratamiento estadístico sobre datos históricos a través de una media normalizada del EMBI o *spread* soberano en un período para evitar sesgos por eventos puntuales. Una cuarta opción es la propuesta por Damodaran (2002) que sugiere usar la desviación típica del mercado más representativo del país analizado y dividirla para la desviación típica de la cotización de la deuda soberana y ese resultado ponderarlo por el *spread* soberano.

Posterior a determinar la prima por cualquiera de los métodos descritos es preciso integrarla en un método de valoración (considerando que la inversión no es en una sola geografía sino debería trabajarse cualquier método por cada lugar geográfico de inversión) y existen las siguientes posibilidades:

- Apilamiento de tasas fuera de la prima de riesgo de mercado: siendo la tasa de descuento el costo de fondos propios, se adiciona la tasa del riesgo país (RP) a la fórmula del CAPM original; es estricto mencionar que la prima de riesgo debe considerarse con respecto al retorno en la economía emergente.

$$E(R) = R_f + \beta * \text{prima de riesgo} + RP \quad (3)$$

- Apilamiento de tasas adicionando a la prima de riesgo de mercado: siendo la tasa de descuento el costo de fondos propios y se adiciona la fórmula del CAPM original la tasa del riesgo país (RP) a la prima de riesgo del mercado en cuyo caso las dos se multiplican por la beta del mercado emergente.

$$E(R) = Rf + \beta * (\textit{prima de riesgo} + RP) \quad (4)$$

- Inclusión del riesgo país en los flujos futuros: la construcción de los flujos integrando la consideración del riesgo país en las estimaciones de las variables que los forman (por ejemplo, ingresos, costos, gastos, entre otros). Esta alternativa es más real siempre que lo sustente una proyección estadística del mediano y largo plazo si no quedaría sujeta a la subjetividad de la persona o personas que lo dispongan.

No se consideran modelos de factores de absorción dentro del presente por limitaciones en contemplar todos los factores necesarios en un modelo de construcción en dicho factor.

La intención principal del presente artículo no es determinar una fórmula de aplicación del riesgo país a un método de valoración, sino introducir la necesidad de evidenciar que en la actualidad los flujos de fondos se movilizan de forma globalizada y las valoraciones no pueden ser ajenas o aisladas a esta realidad y deberán considerar un premio o costo adicional (depende del lado de la transacción) en los métodos de valoración de un proyecto a mediano-largo plazo o una empresa.

## Métodos de valoración de proyectos y empresas-políticas operativas financieras

La incorporación de la valoración de riesgo país a sus estimaciones pueden permitir a las empresas obtener señales de alerta temprana que les dará acceso a realizar, diseñar y ejecutar estrategias financieras que reduzcan el impacto. Las posibles políticas son:

1. *Desinversión planificada*. En caso que se evidencie el riesgo financiero por operar en economías con alto riesgo país, la inversión o proyecto podría estructurar un plan de desinversión o venta local de participación que reduzca la probabilidad de pérdida. Esta opción podría no resultar del todo exitosa por la velocidad de precarización de los *ratings* que elevan las primas de riesgo y, por ende, los rendimientos requeridos por potenciales compradores que eventualmente serían cada vez menos.

¿Por qué el riesgo país debería considerarse en la evaluación financiera de un proyecto o una empresa?

2. *Maximizar el beneficio a corto plazo*. Consiste en recuperar la máxima cantidad de liquidez a costa de la rentabilidad del negocio difiriendo gastos de mantenimiento, recortando las inversiones al mínimo necesario para mantener la producción, reduciendo los gastos de marketing, sacrificando programas de calidad, capacitación, entre otros.

3. *Buscar inversores locales*. Conseguir involucrar a inversores del país en el negocio o proyecto en específico permite que parte del riesgo financiero implícito sea diversificado.

En un mundo totalmente globalizado e interconectado es prominente mantener la perspectiva que toda información es relevante en las transacciones comerciales, una de estas es la valoración o apreciación de una empresa donde el análisis fundamental apoya que mientras más fuerte sea la información de mercado incorporada al precio, más preciso será este último. Así, el riesgo país es una medición compleja que involucra múltiples aristas de un país en su percepción global y, al estar expuestas las empresas a las condiciones de su país de actividad (riesgo sistémico), cualquier método de valoración que se utilice debería integrar a esta variable para obtener resultados contundentes para todos los actores de mercado.

## Referencias

- Ávila, Jorge. 2000. “El enfoque del riesgo-país”. Buenos Aires: Universidad del CEMA. <https://bit.ly/33yrGTh>.
- Ayala, Juan, Txomin Jainaga y Arturo Rodríguez-Castellanos. 2002. “Construcción de índices simplificados de riesgo país: aproximación a los casos de Europa y América”. *Cuadernos de Gestión* 2 (2): 79-102. <https://bit.ly/3bGwRVb>.
- Carvalho, Pablo, Cecilia Vera, Claudia de Camino y José Sánchez. 2018. “Metodología para la construcción de un indicador adelantado de flujos de capitales para 14 países de América Latina”. *Serie Macroeconomía del Desarrollo* 198. Santiago: CEPAL. <https://bit.ly/3bIqwIB>.
- Damodaran, Aswath. 2002. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. Nueva York: John Wiley & Sons Inc.
- Erb, Claude B, Campbell R. Harvey y Tadas Viskanta, 1996. *Political Risk, Economic Risk and Financial Risk*. Durham. Fuqua School of Business Working Paper No. 9606. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.7437>.

- Harberger, Arnold. 1976. *On Country Risk and the Social Cost of Foreign Borrowing by Developing Countries*. Chicago: University of Chicago.
- Haque, Nadeem, Manmohan Kumar, Nelson Mark y Donald Mathieson. 1996. "The Economic Content of Indicators of Developing Country Creditworthiness". *IMF Econ. Rev.* 43: 688-724. <https://doi.org/10.2307/3867366>.
- J. P. Morgan. 1997. *Credit Rating Presentation to Standard & Poor's. Republic of Peru*. Nueva York: J. P. Morgan.
- Koepke, Robin. 2015. "What Drives Capital Flows to Emerging Markets? A Survey of the Empirical Literature". Munich: Institute of International Finance, University of Wurzburg. <https://bit.ly/33byXbC>.
- Mascareñas, Juan. 2008. *El riesgo país (Country Risk)*. Madrid: Universidad Complutense de Madrid.
- Mantilla, Rubén. 2020. "Riesgo país". *El Universo*. 16 de marzo. Accedido 10 de abril de 2020. <https://bit.ly/2ZFCVIw>.
- Nagy, Pancras. 1979. *Country Risk: How to Assess, Quantify and Monitor*. Londres: Euro-money.
- Rosas, Mario, Miguel Flores Ortega y Alejandro Díaz-Bautista. 2015. "Flujos de capital y la calificación de riesgo país para México: 1998-2012". *Revista Análisis Económico XXX (74)*: 75-96. <https://bit.ly/3bZbjmN>.
- Ross, Stephen, Randolph Westerfield y Bradford Jordan. 2019. *Fundamentos de finanzas corporativas*. Nueva York: McGraw-Hill.
- Schuster, Galia. 2005. "Determinantes del riesgo país: una medición a través de los swaps de deuda". Ciudad de México: Mexder. <https://bit.ly/3hhlmVI>.
- Solberg, Ronald. 1992. *Country-risk Analysis: A Handbook*. Londres: Routledge.
- Standard and Poors. 2018. *Metodología y supuestos para la evaluación de riesgo país*. Londres: S&P Global Ratings. <https://bit.ly/3k73qOL>.