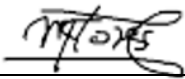




Fecha de emisión: Febrero 18, 2021	Vigencia: Febrero 18, 2021	Código: PCR-MET-P-090	Versión: 02	Página: 1 de 18
---------------------------------------	-------------------------------	--------------------------	----------------	--------------------



Metodología de calificación de riesgo soberano

Concepto	Nombre y apellido – Cargo	Firma	Fecha de firma
Elaborado por	Mario Flores Coordinador de Metodologías		Febrero 15, 2021
Revisado por	Paul Caro Director de Análisis		Febrero 16, 2021
Aprobado	Oscar Jasauí Presidente Ejecutivo		Febrero 18, 2021

Título: Metodología de calificación de riesgo soberano	Código: PCR-MET-P-090	Versión: 02	Página: 2/18
---	--------------------------	----------------	-----------------

Índice

1. Objetivo.....	3
2. Alcance.....	3
3. Definiciones.....	3
4. Condiciones básicas.....	4
5. Condiciones específicas.....	4
Riesgo país	5
Regímenes dolarizados.....	5
Índice de bonos de los mercados emergentes	6
Metodología de calificación de riesgo soberano	6
Determinación de la calificación final	10
Categorías de calificación	12
6. Anexos.....	15
Anexo A: Indicadores cuantitativos (macro magnitudes) riesgo soberano	15

Título: Metodología de calificación de riesgo soberano	Código: PCR-MET-P-090	Versión: 02	Página: 3/18
---	--------------------------	----------------	-----------------

1. Objetivo

Describir los métodos y criterios de calificación de riesgo para emisores y emisiones soberanas utilizados por PCR.

2. Alcance

El análisis del riesgo soberano de PCR evalúa la vulnerabilidad de la disposición y capacidad de pago de un país para cumplir con sus obligaciones¹ frente a perturbaciones económicas (*shocks*), tanto internos como externos. Adicionalmente sirve para determinar el impacto que tiene sobre la capacidad de pago de las entidades que operan en dichos países.

La calificación de riesgo soberano no refleja su disposición y capacidad de pago frente a los siguientes tipos de obligaciones:

- Obligaciones a otros gobiernos (Club de París u otras deuda entre gobiernos);
- Obligaciones con organismos supranacionales como el Fondo Monetario Internacional o el Banco Mundial;
- Obligaciones para con empresas del sector público o gobiernos locales o regionales;
- Sin embargo, esta metodología sí considera los posibles efectos de estas obligaciones en la capacidad y disposición de pago para con sus otras obligaciones.

Para cualquier información se puede contactar al correo electrónico metodologias@ratingspcr.com.

3. Definiciones

Riesgo país

Previsión de una eventual insolvencia comercial o financiera por parte de un vendedor o prestamista, a causa de problemas de carácter político o derivados de las graves perturbaciones económicas² que pueden darse, de forma relativamente frecuente en los países en desarrollo. El riesgo país obliga a contratar seguros especiales con primas muy elevadas, así como a hacer provisiones en la cuenta de pérdidas y ganancias de las empresas vendedoras o prestamistas. Tiene dos vertientes que son riesgo soberano y riesgo de transferencia. *E.i.: country risk*

Riesgo soberano

Es el que refleja la posibilidad de insolvencia de Estados, o de instituciones o empresa públicas. El carácter o vinculación institucional de estos prestatarios, obliga a tratarlos de modo distinto a los privados, por la inmunidad que la soberanía les proporciona. *E.i.: sovereign risk*

Riesgo de transferencia

Es el de los acreedores extranjeros respecto al país que se declara en incapacidad general para hacer frente a sus deudas por carecer de la divisa o divisas en que están denominadas. *E.i.: transfer risk*

Riesgo crediticio

Es la probabilidad de que los intereses y el principal o ambos, de un crédito no sean repagados. Existen dos alternativas para el estudio de este tipo de riesgo: análisis de funcionamiento, y análisis de liquidación. *E.i.: credit risk*

Riesgo de cambio

Se refiere a la posible generación de pérdidas en el valor de los activos, pasivos, o compromisos, que se reflejan en cuentas de orden, como resultado de fluctuaciones en la cotización de las divisas en que se denominen. *E.i.: exchange risk*

Riesgo de liquidez

Se refiere a la posibilidad de incurrir en pérdidas por no disponer de recursos líquidos suficientes para afrontar el cumplimiento de las obligaciones asumidas. En el caso de las entidades bancarias, su importancia actual es menor que en el pasado, tanto por el desarrollo e integración de los mercados monetarios entre sí, como por el apoyo de los bancos centrales como prestamista de última instancia. *E.i.: liquidity risk*

Riesgo de mercado

Surge cuando los tipos de interés o de cambio se mueven de manera inversa a la prevista en el momento de establecerse un contrato de permuta financiero. *E.i.: market risk*

¹Obligaciones comerciales y financieras a acreedores comerciales, de manera completa y a tiempo.

²Eventos políticos, económicos, geográficos y sociales en un país específico, que pueden estar o no bajo control del gobierno o los individuos.

Título: Metodología de calificación de riesgo soberano	Código: PCR-MET-P-090	Versión: 02	Página: 4/18
---	--------------------------	----------------	-----------------

Riesgo de incumplimiento

El que surge cuando una de las dos partes de una permuta financiera no cumple con su compromiso, quedando la otra parte con su posición al descubierto. *E.i.: default risk*

Competitividad

Capacidad para competir, especialmente en los mercados internacionales (termino introducido en los años 80).

Macro magnitudes

Son la expresión numérica de las principales variables de la contabilidad social; por ejemplo: producto interno bruto, producto nacional bruto, consumo privado nacional, consumo público nacional, etc. *E.i.: macro magnitudes*

4. Condiciones básicas

Con el fin de determinar el riesgo soberano se debe partir de la premisa de que las políticas económicas que lleven a mejoras sostenidas en el bienestar social serán un fundamento para la consecución de la estabilidad política. Ésta, a su vez, permitirá que los dirigentes políticos alcancen decisiones óptimas de largo plazo que, sin embargo, pueden involucrar sacrificios de corto plazo por parte del público. Por esta razón, se considera al riesgo soberano como un ciclo continuo en el cual las decisiones económicas, políticas y sociales deben estar sincronizadas, debiendo centrarse la evaluación de la política económica en el estudio de las medidas dictadas por el gobierno para mantener la estabilidad económica, mejorar la competitividad interna y externa, así como promover un mayor crecimiento y desarrollo.

La capacidad de pago de un país no necesariamente implica que exista voluntad para honrar la deuda. Es decir, debe haber disposición del gobierno para no incurrir en incumplimiento. Como consecuencia, PCR analiza la estructura política, social y los potenciales incentivos que pueden llevar a los gobiernos a romper sus compromisos financieros. De esta manera, PCR define a la capacidad y disposición de los gobiernos, en estar al día en sus pagos, como conceptos íntimamente relacionados.

La racionalidad en la determinación del riesgo soberano refleja la coherencia, consistencia y resultados de la política económica empleada; de esta manera, definir la calificación está en función de la capacidad y disposición del Estado para honrar sus deudas.

5. Condiciones específicas

La capacidad de un Estado, para cumplir con sus obligaciones, es evaluada al utilizar tanto indicadores cuantitativos (macro magnitudes) como cualitativos de su desempeño económico, financiero y monetario, finanzas públicas, balanza de pagos y deuda corriente. En términos más simples, una economía competitiva y diversificada, dotada con un buen capital humano y físico y poca concentración de la riqueza, tendrá una calificación de riesgo soberana más alta.

Las calificaciones de riesgo soberanas estarán altamente correlacionadas con la situación pasada y el estado presente de las finanzas públicas, representadas por el *stock* de deuda (externa y doméstica) y el desempeño fiscal reciente. Adicionalmente, finanzas externas saneadas, donde los compromisos de deuda son manejables y la balanza de pagos estables, son señales de una alta capacidad de pago.

En PCR, la determinación de la calificación soberana comienza con la evaluación de 3 dimensiones de riesgo donde se asigna un valor a través de una medida de razón³ que va del 0 al 8, donde 0 significa la ausencia de riesgo y 8 el riesgo más elevado. Luego se toman en consideración factores políticos y sociales⁴ para combinar todas las dimensiones de riesgo en un puntaje único. Finalmente, tras la aplicación de la función de complementariedad de Cobb-Douglas entre las dimensiones cuantitativa y cualitativa⁵, se obtiene un puntaje final que representará el

³El nivel de razón, cuya denominación procede del latín ratio (cálculo), integra aquellas variables con intervalos iguales que pueden situar un cero absoluto. Estas variables nombran orden, presentan intervalos iguales y el cero significa ausencia de la característica. El cero absoluto supone identificar una posición de ausencia total del rasgo o fenómeno.

⁴Estos factores cualitativos son medidos en escalas de nominales u ordinales. Las nominales son aquellas variables de naturaleza categórica que difieren en cualidad más que en cantidad y que se etiquetan en función de los deseos o conveniencia del investigador. Las ordinales, son las variables que no sólo se asignan a grupos sino que además pueden establecerse relaciones de mayor que, menor que o igual que, entre los elementos.

⁵Las dimensiones cuantitativas o cualitativas que se evalúan con un nivel alto de riesgo deberán obtener un mayor peso en la asignación del puntaje final.

Título: Metodología de calificación de riesgo soberano	Código: PCR-MET-P-090	Versión: 02	Página: 5/18
---	--------------------------	----------------	-----------------

nivel de riesgo soberano evaluado que también tendrá una escala entre 0 y 8. Estas dimensiones deben recibir un peso específico que sumados resulten 1, pesos que pueden variar de acuerdo con las condiciones en cada país.

La calificación obtenida con el modelo anteriormente descrito representa la capacidad de pago de un país para cumplir con sus obligaciones sin considerar aún la moneda en que se encuentran dichos compromisos. La calificación de riesgo soberano en moneda extranjera se obtiene luego de considerar algunos factores adicionales de análisis prospectivo. La calificación de riesgo en moneda local, que se espera sea igual o mayor que la de moneda extranjera, se obtiene al evaluar el poder único que los gobiernos soberanos poseen dentro de sus territorios que incluye su capacidad para emitir deuda en moneda local y controlar el sistema financiero doméstico a través de la regulación, aspecto razonablemente ausentes cuando un país es miembro de una unión monetaria o cuando utiliza la moneda de otro país donde finalmente el riesgo soberano en moneda local y extranjera será el mismo.

Las macro magnitudes utilizadas en el análisis y que determinan el nivel de riesgo de cada dimensión evaluada se toman de diversas fuentes. Estas pueden ser estadísticas internacionales, nacionales o estadísticas agregadas que son normalmente suministradas por entidades independientes de gobierno y entes reguladores como los bancos centrales o superintendencias. Se utiliza también reportes macroeconómicos y sectoriales de los países evaluados.

Riesgo país

El riesgo país es el que engloba mayores riesgos y se convierte en un concepto diferente y más amplio que el riesgo soberano. Aparecen, además, dos tipos de riesgo adicionales que guardan estrecha relación con este último y en algunos casos, comparten características similares: el riesgo de transferencia y riesgo crediticio.

El riesgo soberano y de transferencia están altamente correlacionados, teniendo al gobierno como el gran actor en ambos, así, por ejemplo, el gobierno pudiera implantar medidas prohibitivas para el intercambio de moneda extranjera impidiendo el pago de obligaciones incurridas en moneda extranjera por parte de las empresas privadas.

El riesgo crediticio está relacionado con el deterioro continuo de los contratos privados, al punto que éstos no se cumplan, a pesar de que el gobierno no haya impuesto ninguna restricción monetaria. A la concentración de riesgo crediticio se denomina riesgo de la economía doméstica y se relaciona con la probabilidad de que ocurran eventos en todo un país que afecten de manera negativa la calidad del portafolio de inversiones.

Otros factores importantes que afectan el riesgo país son la apertura económica e interdependencia de los mercados emergentes con el capital externo, *shocks* externos de política económica de sus principales socios comerciales, idiosincrasia del Estado, inequidad social, factores ambientales y sociales, libertad de expresión y administración de justicia.

La calificación asignada a una entidad no soberana, en el país donde opera, es generalmente la misma o menor a esta calificación. Sin embargo, la calificación es mayor en empresas privadas cuando tienen una mayor fortaleza crediticia que el Estado y el riesgo de transferencia es menor que el riesgo de incumplimiento de los soberanos en moneda extranjera. Tal es el caso de importantes grupos empresariales locales, subsidiarias de empresas, bancos internacionales y multinacionales.

Regímenes dolarizados

Otro aspecto importante de la calificación de riesgo soberano que efectúa PCR es la evaluación de regímenes altamente dolarizados. PCR ha encontrado que los países poseedores de una calificación debajo del grado de inversión y con un régimen de paridad cambiaria, dolarizados o que hayan adoptado otra moneda como propia, deben enfrentar riesgos adicionales. Así, puede aumentar el riesgo de una crisis de suspensión de pagos (e.g., 2002 Argentina y Ecuador), congelamiento de depósitos (e.g., 2002-03 Argentina, Ecuador y Uruguay) y solvencia bancaria (e.g., 2003 Bolivia).

El riesgo de congelamiento de depósitos en sistemas bancarios altamente dolarizados parece coincidir, preceder o algunas veces presagiar, un incumplimiento de pago sobre los bonos en moneda extranjera. Como tal, una fuga de depósitos en moneda extranjera puede ser un indicador importante de una situación crediticia soberana deficiente y, sin el colchón de amplias reservas en moneda extranjera, los países con sistemas dolarizados pueden enfrentar una escasez de recursos al tener depósitos en una divisa que ellos no pueden emitir. En algunos casos incluso se ha visto que las líneas de crédito contingentes han sido insuficientes.

Título: Metodología de calificación de riesgo soberano	Código: PCR-MET-P-090	Versión: 02	Página: 6/18
---	--------------------------	----------------	-----------------

Índice de bonos de los mercados emergentes

Para poder entender y aproximar el efecto en el desarrollo económico, se puede utilizar índices de riesgo país. El Índice de riesgo país es un indicador⁶ que refleja el movimiento y los precios de los bonos y títulos de deuda en los países emergentes, tanto en la región latinoamericana como en otras regiones del globo. Técnicamente, el indicador se denomina EMBI+ que significa Índice de bonos de los mercados emergentes *E.i.: Emerging market bond index*. Actualmente, cuenta con gran aceptación por los principales bancos de inversión del mundo.

Existen dos tipos de EMBI+, el EMBI+ general y el EMBI+ por país. El primero agrupa a 16 países emergentes de todas partes del mundo que se caracterizan por haber emitido, o seguir haciéndolo en algunos casos, deuda en las últimas décadas, recurriendo al mercado internacional para realizar nuevas emisiones. El segundo, refleja la cotización de los bonos emitidos por cada país en particular, es decir, construye una canasta particular de bonos emitidos internacionalmente por cada país, asignándole diferentes ponderaciones a cada uno de los títulos que conforman esa canasta. De esta manera el EMBI+ por país resulta un índice ponderado que mide la variación de la deuda soberana en los mercados internacionales.

El índice de riesgo país generado por JP Morgan se mide en puntos básicos porcentuales, donde cada 100 puntos básicos porcentuales corresponden a un 1% de las tasas utilizadas en el mercado financiero. Estos puntos indican la sobre tasa que debe pagar una determinada canasta de bonos de un determinado país con respecto a la canasta de bonos norteamericana (por sobre las emisiones que realiza el gobierno norteamericano a través del tesoro norteamericano).

El índice toma como referencia el rendimiento de los bonos norteamericanos y se realiza la comparación con los títulos públicos de países emergentes de similares características – plazo, cupón, amortización, etc. Las consultoras que elaboran y utilizan el EMBI+ entienden que los títulos de deuda de EEUU son los más seguros del mundo. Por ejemplo, el Índice de riesgo país de un país de mediano riesgo podría fluctuar alrededor de los 440 pb en el mercado de bonos y títulos públicos. Por tanto, una emisión de bonos de mediano riesgo tendría que llevar implícita una tasa de cupón por intereses del 5.4% anual aproximadamente, debido a que habría que sumarle a la tasa de los títulos de deuda del tesoro de los EEUU a la fecha de cálculo y el 4.40% anual derivado del índice comentado.

En la práctica los mercados financieros internacionales aceptan como máximo un riesgo de 1,000 puntos básicos, que se traduce en una tasa de interés del 11% anual aproximadamente (considerando un 1% de los T-bonds americanos). Para los fondos de inversión y entidades financieras un activo que devengue más del 13 - 15% anual de interés es considerado muy riesgoso y no financiable. Por ello se dice que superada la barrera de los 1,000 puntos básicos el riesgo país deja de servir de referencia para el acceso a los mercados financieros secundarios.

Metodología de calificación de riesgo soberano

Las macro magnitudes⁷ utilizadas para evaluar cada dimensión de riesgo soberano utilizada por PCR se muestran a continuación:

- Política económica
 - Desempeño económico
 - i. Producto Bruto Interno (PBI) per cápita
 - ii. Crecimiento del PBI real
 - iii. Evolución de la oferta y demanda agregada
 - iv. Tasas de desempleo
 - v. Disparidades en la distribución del ingreso
 - vi. Flexibilidad laboral
 - Desempeño financiero y monetario
 - vii. Evolución de la inflación
 - viii. Evolución del tipo de cambio real / nominal
 - ix. Evolución de la base monetaria

⁶Elaborado por el JP Morgan Chase.

⁷Los indicadores, descripciones y formulas se encuentran en el anexo A.

Título: Metodología de calificación de riesgo soberano	Código: PCR-MET-P-090	Versión: 02	Página: 7/18
---	--------------------------	----------------	-----------------

- x. Factores institucionales
 - xi. Rango y eficiencia de las herramientas de política monetaria
 - o Desempeño fiscal
 - xii. Resultado del Gobierno Central en relación con el PBI
 - xiii. Resultado Primario en relación con el PBI
 - xiv. Ingresos impositivos en relación con el PBI
 - xv. Servicio de pago de intereses del Gobierno en relación con el PBI
 - xvi. Deuda del sector público en relación con el PBI
 - Sector externo
 - o Balanza en Cuenta Corriente en relación con el PBI
 - o Inversión extranjera directa (IED) en relación con el PBI
 - o Comportamiento de la Balanza de pagos
 - o Tasa de Crecimiento de las exportaciones de bienes y servicios
 - o Exportaciones en relación al PBI
 - o Principales exportaciones e importaciones (Precio y Volumen)
 - o Tasa de crecimiento de las importaciones
 - o Reservas internacionales netas (RIN) en relación con las importaciones y obligaciones vencidas
 - Deuda externa e interna
 - o Deuda externa total del sector público en relación al PBI
 - o Deuda externa total en relación con el PBI
 - o Deuda externa neta en relación con el PBI
 - o Deuda externa total en relación con las exportaciones
 - o Deuda pública en moneda local más deuda externa neta en relación con las exportaciones
 - o Servicio deuda en relación con las exportaciones
 - Factores políticos y sociales
 - o Estabilidad y legitimidad de las instituciones políticas
 - o Participación popular en los procesos políticos
 - o Transparencia en las decisiones de políticas públicas
 - o Seguridad pública
 - o Riesgo Geopolítico
 - o Independencia de poderes
 - o Administración de justicia
 - o Institucionalidad
- a. **Política económica**

En el análisis de la política económica, PCR se concentra en la evaluación del alcance de las medidas gubernamentales empleadas a fin de mantener la estabilidad macroeconómica, mejorar la competitividad nacional y promover un mayor crecimiento y desarrollo.

La competitividad se ve afectada por las políticas estructurales que afectan la eficiencia con la cual los productos locales son ofrecidos en los mercados. El desarrollo económico se sustenta en la generación de un mayor ahorro interno, así como en inversiones que incrementen los *stocks* de capital humano y físico. El fin de las diferentes políticas implementadas (fiscal, monetaria, cambiaria y comercial) es la estabilidad macroeconómica que busque un crecimiento de largo plazo, así como la reducción de la inflación y el déficit en la balanza de pagos. Del mismo modo, se pone especial énfasis en el planeamiento económico y en la coherencia de las diferentes políticas implementadas.

1) Indicadores de desempeño productivo

Los indicadores de desempeño productivo buscan perfilar las perspectivas de crecimiento económico. Un país donde exista un crecimiento sostenido, políticas de estabilización macroeconómica y estándares de empleo y calidad de vida altos constituyen buenos síntomas para sostener niveles de deuda considerables y amortiguar *shocks* inesperados, tanto económica como políticamente.

Usualmente, calificaciones no especulativas del riesgo soberano (mayores a BBB) reflejan un nivel de desarrollo avanzado y con una tendencia a altas tasas de crecimiento. Por otro lado, calificaciones

Título: Metodología de calificación de riesgo soberano	Código: PCR-MET-P-090	Versión: 02	Página: 8/18
---	--------------------------	----------------	-----------------

netamente especulativas reflejan un crecimiento errático y con notorios impedimentos estructurales en la economía.

2) Indicadores de desempeño financiero y monetario

En lo referente a la política monetaria, se analiza el compromiso de las autoridades monetarias para controlar la inflación, por lo que se evalúa su capacidad de predicción y sofisticación y la efectividad de los instrumentos disponibles. Además, dado que la política monetaria afecta al tipo de cambio, los agregados monetarios y la asignación del crédito, se estudia la coherencia de la política monetaria dentro del marco global de la política macroeconómica.

Cabe resaltar la importancia de que exista coherencia entre las políticas utilizadas y la realidad económica del país. Sin embargo, una combinación de incremento (y dependencia) en el precio de las materias primas y mayor déficit y cargas de deuda sugieren incrementos en la inflación futura, mayores a los registrados en los últimos años al indicar la posibilidad del principio de una crisis.

En consecuencia, al evaluar la flexibilidad financiera y monetaria, PCR considera:

- El comportamiento del Índice de Precios al Consumidor (IPC) durante los ciclos económicos y relacionados con sus socios comerciales.
- La orientación de las herramientas de política monetaria y el grado de efectividad juntamente con un sector financiero transparente, bien regulado y desarrollado.
- Factores institucionales, como la independencia del Banco Central; y
- La compatibilidad del régimen del tipo de cambio con las metas monetarias.
- Juntamente con la flexibilidad monetaria y la efectividad de las herramientas de política, la profundidad y capacidad de los mercados de capitales del país actúan como una importante herramienta de disciplina. Un soberano tiene menos incentivos para incumplir el pago cuando tiene la posibilidad de acceder rápidamente a inversionistas.

3) Indicadores de desempeño fiscal

La política fiscal del país debe monitorear la tendencia de los resultados primarios y fiscales, las necesidades de endeudamiento del sector público y la tendencia de los balances operacionales. Un tema de vital importancia es la viabilidad del déficit fiscal y el grado de compatibilidad de éste con el desarrollo económico del país.

Las tendencias en la política fiscal, adicionales a los métodos de financiamiento del déficit y el impacto inflacionario, son indicadores importantes de la calidad crediticia de los soberanos. La evaluación no sólo está en función de los superávit o déficit, pero también de la flexibilidad en el manejo del gasto e ingresos y la efectividad de los programas de inversión pública.

b. Sector externo

El análisis del sector externo está enfocado en el impacto de las políticas económicas en dicho sector y sus características estructurales. En el corto plazo, la capacidad de los actores financieros para administrar la presión financiera externa depende, parcialmente, de la estructura de las cuentas corriente y de capital. Sin embargo, y por razones netamente estructurales, las presiones hacia la balanza de pagos no aparecen en forma espontánea. En la mayoría de casos, estas presiones se desprenden de deficientes políticas económicas pasadas.

El tamaño del déficit en cuenta corriente, el cual refleja el exceso de la inversión sobre el ahorro, por sí mismo, no es importante para otorgar la calificación de riesgo soberano. La literatura disponible, para el debate entre mantener o no una cuenta corriente en déficit o superávit, es abundante. Como se sabe, es el producto de muchos factores no del todo negativos o relacionados a políticas gubernamentales.

En la cuenta de capitales es necesario diferenciar entre la inversión extranjera directa del capital especulativo puesto que, mientras la primera resulta positiva al ser considerada de largo plazo y revelar mayor confianza en la economía doméstica, el segundo exige rendimiento por sus inversiones (en renta fija y renta variable) y tiende a ser volátil. El análisis también evalúa el nivel de reservas internacionales, así como la regularidad con que la información es distribuida. En aquellos países donde tal información es muy restringida, el riesgo originado por la incertidumbre en la información es mayor.

Las reservas internacionales netas (RIN) que incluyen únicamente a las reservas disponibles para operaciones

Título: Metodología de calificación de riesgo soberano	Código: PCR-MET-P-090	Versión: 02	Página: 9/18
---	--------------------------	----------------	-----------------

cambiarías y el pago de la deuda externa, actúan como un amortiguador financiero para el gobierno durante períodos de crisis en la balanza de pagos. La brecha de financiamiento externo bruto, las políticas de tipo de cambio y la vulnerabilidad de las reservas a los cambios en los flujos de las cuentas corriente y de capital definen si el nivel de reservas internacionales netas es adecuado o no. Las reservas depositadas en bancos nacionales no son incluidas entre las reservas internacionales netas.

Otros factores considerados son el tratamiento dado a la inversión extranjera directa y la repatriación de ingresos y dividendos como parte de la evaluación del potencial de crecimiento del país. Asimismo, se analiza factores como la tendencia de la productividad, tanto en sectores transables como de servicios, con el fin de evaluar la viabilidad de los negocios en la economía.

Una medida cuantitativa clave es la brecha de financiamiento externo bruto⁸. El cociente entre la brecha de financiamiento externo bruto y las reservas tiende a ser menor al 100% para soberanos con grado de inversión y mayor al 100% cuando son soberanos con grado especulativo de inversión. Los factores que mitigan el riesgo de una brecha financiera son un alto flujo de inversión extranjera directa (IED) y las expectativas de un alto crecimiento de las exportaciones, debido al resultado de la inversión que contribuye a la brecha.

Por otro lado, dado que la competitividad es afectada por las políticas estructurales que tienen impacto sobre la eficiencia con la que los recursos son asignados a la producción, trabajo y mercados financieros, el rol del gobierno debe ser el de proveedor de bienes sociales y el de administrador de una regulación que promueva la competencia y limite el poder de los monopolios naturales.

c. Deuda interna y externa

Las obligaciones gubernamentales, tanto internas como externas, así como el financiamiento empleado son analizadas detalladamente. El monto en moneda local que inversionistas extranjeros tengan de la deuda es una variable importante, pues de esta forma ellos pueden imponer un mayor control que otros acreedores sobre las políticas empleadas. Altos niveles de deuda de corto plazo, y pagos amortizables vulneran la confianza del inversionista. Un país con altos volúmenes de activos y pasivos externos estará más integrado al mercado financiero internacional y, por ende, tendrá mayor incentivo para cumplir adecuadamente con su servicio de deuda.

d. Factores políticos y sociales

Finalmente, tanto los factores políticos como sociales son considerados en el proceso de determinación de riesgo país: la flexibilidad con la cual las instituciones políticas responden a los diferentes escenarios, la representatividad de los diferentes sectores de la sociedad, y la convicción y el grado de aceptación de las diferentes medidas son importantes para asegurar las metas planeadas.

La estabilidad, capacidad de predicción, transparencia de las instituciones, reacción para identificar y corregir errores son consideraciones importantes para analizar el desarrollo de las políticas internas de un gobierno. La separación de poderes, particularmente el judicial, es un factor importante tanto como el desarrollo de las instituciones civiles, con énfasis en la libertad de prensa. Asimismo, se evalúan las relaciones con países vecinos, la seguridad ciudadana e interna y el grado de influencia de las autoridades militares; esto último como una amenaza para la política fiscal, reducción de la inversión extranjera directa y el efecto en la balanza de pagos.

Tendrán una calificación positiva los países donde existen marcos institucionales abiertos, donde la participación popular es considerable, el proceso de elección de autoridades es claro y la conducta del gobierno es transparente y responde ante cambios exógenos. Instituciones consolidadas proveen transparencia, sobre todo en lo relacionado a los derechos de propiedad. Por otro lado, una calificación negativa es otorgada a instituciones políticas con poco tiempo de vida y/o poco abiertas o poco efectivas. El proceso de toma de decisiones está altamente concentrado en pocas personas, y por lo tanto, un porcentaje alto de la población es dejada de lado. Asimismo, existen divisiones internas, ya sea por problemas sociales o económicos, existe un riesgo geopolítico y de seguridad ciudadana.

⁸El déficit / (superávit de cuenta corriente + las obligaciones de corto plazo a no residentes – incluyendo depósitos y principal que vencen en el mediano plazo – + la deuda de largo plazo pública y privada).

Título: Metodología de calificación de riesgo soberano	Código: PCR-MET-P-090	Versión: 02	Página: 10/18
---	--------------------------	----------------	------------------

Respecto de los riesgos políticos, cabe preguntar si el acuerdo político es durable y estable. Lo que PCR busca es conocer la capacidad de los líderes de obtener apoyo popular sin importar el matiz de popularidad de las medidas adoptadas. Asimismo, se considera la existencia de tensiones políticas y sociales y el origen de las mismas.

Determinación de la calificación final

a. Obligaciones soberanas de corto plazo

En las calificaciones de riesgo soberano PCR evalúa dos horizontes: el de largo plazo y de corto plazo. En el pasado, algunos países de mercados emergentes han demostrado que pueden manejar sus necesidades de liquidez en el corto plazo. Es decir, se puede dar la posibilidad que un país con una baja calificación de riesgo soberano de largo plazo pueda obtener una calificación de riesgo soberano de corto plazo elevada, en términos relativos.

PCR considera que un factor clave en la asignación de una calificación de riesgo soberano de corto plazo es el nivel oficial de reservas internacionales netas del país en relación con sus importaciones. De esta manera evalúa la posibilidad de cumplir con sus obligaciones de corto plazo, ante eventos de escasez de liquidez. Sin embargo, es necesario considerar factores como la volatilidad de las exportaciones, el nivel de inversión extranjera de corto plazo y la disponibilidad de líneas de crédito; de tal manera que se pueda analizar la capacidad de generación de divisas. Asimismo, es necesario tener evidencia de la posición monetaria y conocer los vencimientos en las obligaciones adquiridas en el corto plazo.

Este análisis adquiere mayor importancia cuando el vencimiento de las emisiones soberanas de largo plazo (entre 5 y 10 años) se acerca. Mientras que el análisis de largo plazo evalúa la capacidad de cumplir con metas en horizontes más amplios, el análisis de corto plazo puede ser un indicador muy importante para la evaluación de inversiones en períodos más cortos.

b. Diferencias entre la calificación de deuda soberana local y extranjera

PCR diferencia entre las calificaciones de obligaciones soberanas en moneda local y en moneda extranjera dentro de un mismo país, al reflejar el riesgo de crédito de cada tipo de deuda. Por ejemplo, para lograr una calificación de obligaciones soberanas en moneda local por encima del grado de inversión es necesario contar con una economía estable, saneada, diversificada, predecible, con políticas monetarias y fiscales que conlleven a una baja inflación, crecimiento sostenido y empleo. Si a esto se agrega la administración responsable del gobierno para con su deuda externa, políticas cambiarias coherentes, manejo adecuado de las RIN y promoción de la inversión extranjera directa; entonces, la calificación de obligaciones soberanas en moneda extranjera estará también por encima del grado de inversión.

Sin embargo, ¿qué sucede con las calificaciones de obligaciones soberanas que se encuentran por debajo del grado de inversión? En este caso PCR percibe dos comportamientos: el primero para obligaciones soberanas de características especulativas no críticas (entre BB+ y B+) y el segundo para obligaciones soberanas especulativas cercanas al default soberano (entre B y D).

Las diferencias entre las calificaciones de deuda soberana en moneda extranjera y local pueden ampliarse cuando las obligaciones soberanas se encuentran debajo del grado de inversión, pero cuando el grado especulativo no es crítico. Estas obligaciones soberanas, típicamente, se distribuyen y analizan de dos maneras:

- Obligaciones soberanas de países que han cumplido con el pago oportuno de su deuda, tanto en moneda local como extranjera. Las presiones inflacionarias son moderadas y las finanzas públicas son bien administradas, pero cuya probabilidad, de incumplir los pagos en moneda extranjera, es (o será en el futuro) relativamente alta.
- Aquellos países que han cumplido con las obligaciones soberanas en moneda local, pero que tienen un pasado de incumplimiento en moneda extranjera. Las calificaciones en moneda extranjera y nacional evalúan las mejoras en la inflación y las finanzas públicas con el riesgo de no poder acumular reservas para cumplir con la deuda en moneda extranjera.

Por otro lado, cuando las calificaciones se encuentran bajo el grado especulativo, las diferencias tienden a acortarse. Las obligaciones soberanas en esta categoría han sido incumplidas, tanto en moneda local como extranjera y todavía mantienen un alto riesgo con el cambio de políticas y finanzas internas que conlleven a un

Título: Metodología de calificación de riesgo soberano	Código: PCR-MET-P-090	Versión: 02	Página: 11/18
---	--------------------------	----------------	------------------

nuevo incumplimiento. Otras obligaciones soberanas en esta categoría pueden no haberse incumplido, pero las restricciones en el manejo de políticas fiscales y monetarias, alta inflación y riesgo político, las convierten en candidatas al incumplimiento.

Vale la pena señalar que el incumplimiento de los gobiernos en moneda local no es frecuente debido a la capacidad de imponer impuestos y controles sobre la banca doméstica, inclusive cuando las obligaciones soberanas en moneda extranjera son incumplidas. Por otro lado, en caso de que la principal restricción sea un riesgo geopolítico, habrá poca diferencia entre la calificación de obligaciones soberanas, dado que el control financiero, fiscal y monetario no tendrán la ponderación suficiente en un evento catastrófico.

c. Calificaciones de riesgo soberano y no soberano

PCR observa que una de las principales características de los gobiernos es su capacidad para afectar las decisiones financieras y entidades bajo su jurisdicción. Por lo tanto, se asume que el riesgo soberano es el “techo” para la calificación de obligaciones no soberanas (es decir, de terceros para con extranjeros) al haberse demostrado que el riesgo de incumplimiento puede verse incrementado por controles en el tipo de cambio impidiendo el pago de la deuda adquirida.

Sin embargo, PCR evaluará y emitirá una decisión respecto al riesgo y probabilidad de intervención gubernamental. Es decir, en algunos casos, es posible que este riesgo sea menor al riesgo de incumplimiento de soberanos, por lo que es posible que la calificación de obligaciones no soberanas sea mayor. Este caso se fortalece bajo una Unión Monetaria, un Banco Central reputado o consideraciones especiales que aislen al emisor o a la emisión (como un aval de la casa matriz foránea, negocios *off shore* o características estructurales). Sin embargo, como la comunidad internacional considera que varios planes de reestructuración de deuda soberana puedan incluir la imposición de controles en el tipo de cambio (riesgo de transferencia), el rango para asignar alto (o bajo) riesgo en la intervención gubernamental deberá ser limitado.

Aunque los gobiernos nacionales a menudo están en una posición para recibir calificaciones de crédito nacionales más altas, no se puede, en la opinión de PCR, dar por hecho que el gobierno nacional de un país represente necesariamente el mejor crédito en la escala nacional, ya que es posible que un gobierno no cumpla con sus obligaciones en moneda nacional mientras otros emisores sigan cumpliendo.

Categorías de calificación

- **Riesgo Soberano (LP)**

Nivel Sobresaliente	AAA	Mantiene una muy buena prudencia fiscal, con una institución monetaria eficiente, autónoma y confiable. Su tendencia de crecimiento económico es estable y fuerte, la cual es apoyada por políticas públicas. Cuenta con una liquidez externa fuerte, con una fuente de ingresos diversificada y carga sustentable de deuda. Cuenta con la más alta capacidad para soportar choques exógenos y un sistema financiero local fuerte y estable.
Alto	AA	Mantiene una clara prudencia fiscal, con una institución monetaria autónoma y confiable. Su tendencia de crecimiento económico es estable y está apoyada por políticas públicas. Cuenta con una liquidez externa fuerte, con una fuente de ingresos relativamente diversificada y una carga sustentable de deuda. Cuenta con una alta capacidad para soportar choques exógenos y un sistema financiero local estable.
Bueno	A	Mantiene una prudencia fiscal, con una institución monetaria autónoma y confiable. Su tendencia de crecimiento económico es estable. Cuenta con una liquidez externa suficiente, con una fuente de ingresos relativamente diversificada y una carga sustentable de deuda. Tiene una cierta capacidad para soportar choques exógenos y un sistema financiero local estable.
Satisfactorio	BBB	Mantiene una política fiscal moderada, con una institución monetaria autónoma. Su tendencia de crecimiento económico es estable. Cuenta con una cierta liquidez externa, con una fuente de ingresos no diversificada y un manejo adecuado de la deuda. Cuenta con una cierta capacidad para soportar choques exógenos y un sistema financiero local consolidado.
No Califica para inversión	BB	Cuenta con una política fiscal rudimentaria, con una institución monetaria con cierta autonomía. Su tendencia de crecimiento económico es inestable. Cuenta con una cierta liquidez externa, con una fuente de ingresos escasa y no diversificada; y un nivel de deuda insustentable en el largo plazo. Cuenta con una cierta capacidad para soportar choques exógenos y un sistema financiero local consolidado y débil.
	B	Cuenta con una política fiscal imprudente, con una institución monetaria sin autonomía. Su tendencia de crecimiento económico es inestable y negativa. Cuenta con una baja liquidez externa, con una fuente de ingresos escasa y no diversificada; con un nivel de deuda insustentable. Cuenta con una baja capacidad para soportar choques exógenos y un sistema financiero local débil. Ha incurrido en incumplimiento bajo circunstancias similares.
	CCC	Cuenta con una ínfima prudencia fiscal, con una institución monetaria sin autonomía o ineficiente. Su tendencia de crecimiento económico es negativa. Cuenta con una baja liquidez externa, con una fuente de ingresos escasa y no diversificada; y un estado de crisis de deuda. No cuenta con la capacidad para soportar choques exógenos y su sistema financiero local es débil. Ha incurrido en incumplimiento bajo circunstancias similares.
Incumplimiento	D	En incumplimiento técnico o total.
	E	No se posee información suficiente o ésta no es representativa, lo que no permite emitir una opinión sobre su riesgo.

A las escalas de calificación soberanas se les añadirá como sufijo la letra "s" para resaltar que se trata de un instrumento soberano.

Estas categorizaciones podrán ser complementadas si correspondiese, mediante los signos (+/-) mejorando o desmejorando respectivamente la calificación alcanzada entre las categorías AA y B inclusive.

- Emisiones de corto plazo (CP) ⁹

Nivel alto	1+	Valores con la más alta certeza de pago oportuno. El deudor presenta una liquidez a corto plazo, factores de protección y acceso a fuentes alternas de recursos son excelentes.
	1	Valores con muy alta certeza en el pago oportuno. Los factores de liquidez y protección del deudor son muy buenos. Los riesgos son insignificantes.
	1-	Valores con alta certeza en el pago oportuno. La liquidez del deudor es buena y está soportada por buenos factores de protección. Los riesgos son pequeños.
Bueno	2	Valores con certeza en el pago oportuno. La liquidez y otros aspectos del deudor son firmes; sin embargo, las necesidades continuas de fondos pueden incrementar los requerimientos totales de financiamiento.
Satisfactorio	3	La liquidez satisfactoria y otros factores de protección hacen que el valor sea calificado como inversión aceptable. Es de esperarse que el pago oportuno se dé; sin embargo, los factores de riesgo son mayores y sujetos a variaciones.
No califica para inversión	4	Valores con características de inversiones especulativas. La liquidez no es suficiente para garantizar el servicio de la deuda. Los factores de protección están sujetos a un alto grado de variación.
Incumplimiento	5	Valores donde se ha incumplido con las condiciones de pago.
	E	Corresponde a aquellos valores que no poseen información suficiente o ésta no es representativa. Esta escala no permite emitir una opinión sobre su riesgo.

A las escalas de calificación de obligaciones soberanas se les añadirá como sufijo la letra "s" para resaltar que se trata de un instrumento soberano.

Estas categorizaciones podrán ser complementadas si correspondiese, mediante los signos (+/-) mejorando o desmejorando respectivamente la calificación alcanzada entre las categorías 2 y 3 inclusive.

⁹ En PCR se tiene establecidos código para cada categoría de calificación utilizada. Para Emisiones de corto plazo (CP) es PCR-MET-P-510.

- Emisiones de mediano y largo plazo y de acciones preferentes (LP)¹⁰

Nivel Sobresaliente	AAA	Emisiones con la más alta calidad de crédito. Los factores de riesgo son prácticamente inexistentes.
Alto	AA	Emisiones con alta calidad crediticia. Los factores de protección son fuertes. El riesgo es modesto, pudiendo variar en forma ocasional por las condiciones económicas.
Bueno	A	Emisiones con buena calidad crediticia. Los factores de protección son adecuados, sin embargo, en períodos de bajas en la actividad económica los riesgos son mayores y más variables.
Satisfactorio	BBB	Los factores de protección al riesgo son razonables, suficientes para una inversión aceptable. Existe una variabilidad considerable en el riesgo durante los ciclos económicos, lo que pudiera provocar fluctuaciones en su calificación.
No Califica para inversión	BB	Emisiones situadas por debajo del grado de inversión. Se estima que su flexibilidad financiera pudiera limitar su cumplimiento al vencimiento. La calidad de estas emisiones puede fluctuar con frecuencia, por lo que se consideran especulativas.
	B	Emisiones situadas por debajo del grado de inversión. Existe mayor riesgo de incumplimiento. Los factores de protección financiera fluctúan ampliamente en los ciclos económicos, condiciones de la industria y la habilidad de la administración de la compañía para sortearlos.
	CCC	Emisiones situadas muy por debajo del grado de inversión. Se caracterizan por tener un alto riesgo en su pago oportuno. Los factores de protección son escasos y el riesgo puede ser substancial en las situaciones desfavorables tanto de la industria como de la compañía.
Incumplimiento	D	Emisiones donde se ha incumplido el pago de intereses y/o del principal o que el emisor ha incurrido en otros causales de incumplimiento.
	E	Corresponde a aquellas acciones que no poseen información suficiente o ésta no es representativa, lo que no permite emitir una opinión sobre su riesgo.

A las escalas de calificación de obligaciones soberanas se les añadirá como sufijo la letra "s" para resaltar que se trata de un instrumento soberano.

Estas categorizaciones podrán ser complementadas si correspondiese, mediante los signos (+/-) mejorando o desmejorando respectivamente la calificación alcanzada entre las categorías AA y B inclusive.

¹⁰ El código para Emisiones de mediano y largo plazo y de acciones preferentes (LP) es PCR-MET-P-520.

Título: Metodología de calificación de riesgo soberano	Código: PCR-MET-P-090	Versión: 02	Página: 15/18
---	--------------------------	----------------	------------------

6. Anexos

Anexo A: Indicadores cuantitativos (macro magnitudes) riesgo soberano

Dimensiones de riesgo / Indicadores	Definiciones	Fórmulas
Desempeño Económico y socioeconómico		
PIB nominal	Suma de los valores monetarios de los bienes y servicios producidos en un país durante un ejercicio, está expresado en moneda nacional corriente. La expresión nominal o corriente se refiere a los precios medidos sin descontar los efectos de la inflación. Su cálculo toma como referencia los valores reales de los componentes los cuales son previamente indexados haciendo uso de deflatores para cada uno de los componentes.	$PBI = Consumo + Gasto de gobierno + Inversión + Exportaciones netas$
PIB nominal	Suma de los valores monetarios de los bienes y servicios producidos en un país durante un ejercicio, está expresado en dólares americanos. La expresión nominal o corriente se refiere a los precios medidos sin descontar los efectos de la inflación. Su cálculo toma como referencia los valores reales de los componentes los cuales son previamente indexados haciendo uso de deflatores para cada uno de los componentes.	$PBI = Consumo + Gasto de gobierno + Inversión + Exportaciones netas$
PBI per cápita	Relación entre el producto bruto interno y la población de un país en un año determinado. Generalmente, se asocia con el grado de desarrollo relativo de un país. El Banco Mundial clasifica a los países de acuerdo al nivel del PBI per cápita.	$\frac{PBI Real}{Población}$
Tasa de crecimiento del PBI real (%)	Es una medida ajustada de la inflación que refleja el valor de todos los bienes y servicios producidos por una economía en año determinado, expresado en los precios de un año base, y usualmente referido como precios constantes.	$\frac{PBI_t - PBI_{t-1}}{PBI_{t-1}}$
Tasa de crecimiento del PBI real por persona (%)	Mide la tasa de crecimiento del PBI real por persona.	$\frac{PBI real per capita_t - PBI real per capita_{t-1}}{PBI real per capita_{t-1}}$
Tasa de crecimiento de la inversión (%)	Mide la tasa de crecimiento de la inversión en términos reales	$\frac{Inversión_t - Inversión_{t-1}}{Inversión_{t-1}}$
Inversión como porcentaje del PBI	Mide el nivel de inversión en términos del Producto Bruto Interno.	$\frac{Inversión}{PBI}$
Ahorro nacional como porcentaje del PBI	Mide el nivel de ahorro en términos del Producto Bruto Interno.	$\frac{Ahorro Nacional}{PBI}$
Exportaciones como porcentaje del PBI	Mide el nivel de las exportaciones en términos del Producto Bruto Interno.	$\frac{Exportaciones}{PBI}$
Desempleo (% de la fuerza laboral)	Mide el porcentaje de personas en edad y disposición de trabajar, que buscan activamente un puesto de trabajo, sin encontrarlo.	$\frac{Nivel de desempleo}{Total de la fuerza laboral}$
Índice de actividad económica	Es un índice que mide la evolución de la actividad económica, aproximando el comportamiento mensual del valor agregado de las diferentes industrias incluidas en el cálculo del Producto Interno Bruto.	$Indice de actividad económica$
Producto Bruto Interno por sectores	Valor de la producción de bienes y servicios de un país, en un periodo de tiempo determinado, referida a sectores primario y no primario.	$PBI por sectores económicos$
Pobreza	La pobreza es una condición en la cual una o más personas tienen un nivel de bienestar inferior al mínimo socialmente aceptado.	$Nivel de pobreza$

Título: Metodología de calificación de riesgo soberano	Código: PCR-MET-P-090	Versión: 02	Página: 16/18
---	--------------------------	----------------	------------------

Dimensiones de riesgo / Indicadores	Definiciones	Fórmulas
Gasto Social	Parte de las erogaciones públicas destinadas al financiamiento de servicios sociales básicos. Según la clasificación propuesta por la Organización de las Naciones Unidas, son los gastos en educación, salud, seguridad social, vivienda, deportes y otros de características similares.	<i>Gasto social</i>
Sistema Financiero y Monetario		
Inflación	Aumento persistente del nivel general de los precios de la economía, con la consecuente pérdida del valor adquisitivo de la moneda. Se mide generalmente a través de la variación del índice de precios al consumidor.	$\frac{IPC_t - IPC_{t-1}}{IPC_{t-1}}$
Tasa de crecimiento del deflactor del PBI	Mide la tasa de crecimiento del índice de precios, el cual se aplica para pasar de valores nominales a corrientes, o de reales a constantes.	$\frac{\text{Deflactor del PBI}_t - \text{Deflactor del PBI}_{t-1}}{\text{Deflactor del PBI}_{t-1}}$
Tipo de cambio	Precio al cual una moneda se intercambia por otra. Estas transacciones se llevan a cabo al contado o a futuro (mercado spot y mercado a futuro) en los mercados de divisas. Se expresa habitualmente en términos del número de unidades de la moneda nacional que hay que entregar a cambio de una unidad de moneda extranjera.	<i>Tipo de cambio</i>
Reservas internacionales netas	Diferencia entre los activos de reserva y los pasivos internacionales de un banco central. Las RIN muestran la liquidez internacional de un país y su capacidad financiera para hacer frente a sus obligaciones en moneda extranjera de corto plazo.	<i>RIN</i> = <i>Fondos en moneda extranjera</i> + <i>Depósitos en el exterior</i> + <i>Valores en entidades internacionales</i> + <i>Oro + DEG</i>
Tasas de interés	Es el porcentaje que cobran los bancos por las modalidades de financiamiento conocidas como sobregiros, descuentos y préstamos (a diversos plazos). Son activas porque son recursos a favor de la banca.	<i>Tasa de interés activa</i>
Breve reseña del sistema financiero	Breve reseña del sistema financiero.	<i>Breve reseña del Sistema Financiero</i>
Desempeño Fiscal		
Balance del gobierno general / PBI (%)	Comprende al conjunto de gastos pertenecientes a las entidades constituidas por los Ministerios, Oficinas y otros organismos bajo el ámbito del Poder Ejecutivo, con respecto al Producto Bruto Interno.	$\frac{\text{Balance del gobierno general}}{PBI}$
Cambio de la deuda del G.G. / PBI (%)	Mide el cambio de la deuda del gobierno general con respecto al Producto Bruto Interno.	$\frac{\text{Deuda GG}_t - \text{Deuda GG}_{t-1}}{PBI}$
Balance primario del G.G. / PBI (%)	Mide el balance primario del gobierno general con respecto al Producto Bruto Interno.	$\frac{\text{Balance primario del G.G.}}{PBI}$
Ingresos del gobierno general / PBI (%)	Mide los ingresos del gobierno general con respecto al Producto Bruto Interno.	$\frac{\text{Ingresos del gobierno general}}{PBI}$
Gasto del gobierno general / PBI (%)	Mide el cociente de los ingresos del gobierno general entre Producto Bruto Interno.	$\frac{\text{Gastos del gobierno general}}{PBI}$
Gasto de interés del gobierno general / ingresos (%)	Mide el cociente de los gastos de interés del gobierno general entre sus ingresos.	$\frac{\text{Gasto de interés del G.G.}}{\text{Ingresos}}$
Deuda bruta del gobierno general / PBI (%)	Representa la deuda bruta del gobierno general entre sus ingresos.	$\frac{\text{Deuda bruta del G.G.}}{PBI}$
Deuda / ingresos (%)	Son los pasivos reconocidos por el sector público frente al resto de la economía y del mundo pendientes de pago con respecto a sus ingresos	$\frac{\text{Deuda}}{\text{Ingresos}}$
Deuda neta del Gobierno General / PBI (%)	Representa la deuda neta del gobierno general entre sus ingresos.	$\frac{\text{Deuda neta del G.G.}}{PBI}$

Título: Metodología de calificación de riesgo soberano	Código: PCR-MET-P-090	Versión: 02	Página: 17/18
---	--------------------------	----------------	------------------

Dimensiones de riesgo / Indicadores	Definiciones	Fórmulas
Activos líquidos / PBI (%)	Ratio que mide los activos líquidos con respecto al Producto Bruto Interno.	$\frac{\text{Activos Líquidos}}{\text{PBI}}$
Ingresos fiscales (Presupuesto general del estado)	Los ingresos corrientes se obtienen de modo regular o periódico y no alteran de manera inmediata la situación patrimonial del Estado. Se clasifican en ingresos tributarios y no tributarios.	<i>Ingresos fiscales</i>
Gastos fiscales (Presupuesto general del estado)	Gastos que corresponden a egresos de naturaleza periódica destinados a la adquisición y contratación de bienes y servicios así como a la transferencia de recursos a otras entidades del sector público y/o al sector privado.	<i>Gastos fiscales</i>
Déficit / Superávit (Presupuesto general del estado)	Presupuesto aprobado por ley y sus ampliaciones posteriores, incluye los dispositivos legales que incorporen nuevos ingresos o gastos no previstos al inicio del ejercicio fiscal.	<i>Balance del gobierno general</i>
Deuda pública	Pasivos reconocidos por el sector público frente al resto de la economía y el mundo pendientes de pago, generados por operaciones del sector público en el pasado.	<i>Deuda neta del gobierno general</i>
Sector Externo		
Tasa de crecimiento de las exportaciones	Mide la tasa de crecimiento de las exportaciones reales.	$\frac{\text{Exportaciones}_t - \text{Exportaciones}_{t-1}}{\text{Exportaciones}_{t-1}}$
Balance de cuenta corriente / PBI (%)	Representa el balance de cuenta corriente en términos del Producto Bruto Interno.	$\frac{\text{Balance de cuenta corriente}}{\text{PBI}}$
Cuenta corriente (pagos)	Cuenta de la Balanza de Pagos que recoge todas las transacciones (distintas de aquellas que comprenden recursos financieros) que involucran valores económicos y tienen lugar entre residentes de una economía y el resto del mundo. De manera específica, registra la diferencia entre el valor de las exportaciones e importaciones de bienes y servicios, así como los flujos netos por renta de factores (diferencia entre ingresos y egresos tanto privados como públicas) y transferencias corrientes.	$= \text{Balanza comercial} + \text{Balanza de servicios} + \text{Renta de factores} + \text{Transferencias corrientes}$
Balanza comercial	Dentro de la balanza de pagos, registra el intercambio de mercancías de un país con el resto del mundo. Su saldo es la diferencia entre los ingresos por exportaciones y los gastos por importaciones.	$= \text{Exportaciones} - \text{Importaciones}$
Inversión extranjera directa	Inversión de no residentes orientada fundamentalmente a la compra de títulos de participación en el capital, bonos, pagarés, títulos de deuda, instrumentos del mercado monetario e instrumentos financieros.	<i>Inversión extranjera directa</i>
Financiamiento externo bruto	Movimiento de los pasivos netos del sector público no financiero derivados de operaciones de crédito con no residentes. Se calcula como la diferencia entre los desembolsos más la acumulación neta de atrasos (los vencimientos no pagados menos la regularización de atrasos) y la amortización (total de vencimientos), es decir representa el cambio en el saldo de la deuda pública externa.	<i>Financiamiento externo bruto</i>
Términos de intercambio	Índice que relaciona un índice de precios de exportación con un índice de precios de importación. Refleja el poder adquisitivo de nuestras exportaciones respecto de los productos que importamos del exterior.	$\frac{\text{Índice de precios}_{\text{Exportaciones}}}{\text{Índice de precios}_{\text{Importaciones}}} \times 100$

Título: Metodología de calificación de riesgo soberano	Código: PCR-MET-P-090	Versión: 02	Página: 18/18
---	--------------------------	----------------	------------------

Dimensiones de riesgo / Indicadores	Definiciones	Fórmulas
Reservas internacionales netas	Diferencia entre los activos de reserva y los pasivos internacionales de un banco central. Las RIN muestran la liquidez internacional de un país y su capacidad financiera para hacer frente a sus obligaciones en moneda extranjera de corto plazo.	$RIN = \text{Fondos en moneda extranjera} + \text{Depósitos en el exterior} + \text{Valores en entidades internacionales} + \text{Oro} + \text{DEG}$
Ratio Roll-over	Mide el porcentaje de renovación de un contrato vencido sea por una operación cambiaria o una operación en el mercado de dinero o metales con respecto al nivel de deuda.	<i>Ratio roll – over</i>
Deuda interna	Aquella deuda contraída en el mercado doméstico con agentes económicos residentes en el país, a través del crédito neto con el sistema bancario, la emisión de Bonos y letras del Tesoro Público y la deuda flotante (gasto devengado pendiente de pago y documentos valorados por aplicar).	<i>Deuda interna</i>
Deuda externa	Se refiere a la deuda contraída con no residentes por parte de un país, sector o unidad, que exigen al deudor el pago de intereses y/o principal en un momento futuro. Las estadísticas de la deuda externa, que incluyen datos sobre los pagos del servicio de la deuda, se utilizan en el análisis de vulnerabilidad a problemas de solvencia y/o liquidez. Son útiles para el análisis macroeconómico general, para las negociaciones de reprogramación de deuda y para hacer estimaciones de flujos internacionales de divisas.	<i>Deuda externa</i>
Interés del servicio de la deuda interna	Está formado por los intereses correspondientes que, en una emisión de deuda, bonos, obligaciones y otros títulos de renta fija, dentro del país que se entrega periódicamente el prestatario.	<i>Interés del servicio de la deuda interna</i>
Interés del servicio de la deuda externa	Está formado por los intereses correspondientes que, en una emisión de deuda, bonos, obligaciones y otros títulos de renta fija, fuera del país que se entrega periódicamente el prestatario.	<i>Interés del servicio de la deuda externa</i>
Riesgo País		
EMBI	Es el principal indicador de riesgo país y está calculado por JP Morgan Chase. Es la diferencia de tasa de interés que pagan los bonos denominados en dólares, emitidos por países subdesarrollados, y los Bonos del Tesoro de Estados Unidos, que se consideran "libres" de riesgo.	$= i_{\text{Bono de país emergente}} - i_{\text{Bono de EE.UU}}$