

Fecha de Publicación: 30 de junio de 2011

Crerios | Gobiernos | Soberanos

Metodología y supuestos para calificar Gobiernos Soberanos

Contactos analíticos:

Alexandra Dimitrijevic, París (33) 1-4420-6663, alexandra_dimitrijevic@standardandpoors.com
David T Beers, Londres (44) 20-7176-7101, david_beers@standardandpoors.com
John Chambers, CFA, Nueva York (1) 212-438-7344, john_chambers@standardandpoors.com
Moritz Kraemer, Frankfurt (49) 69-33-99-9249, moritz_kraemer@standardandpoors.com

Criteria Officers:

Alexandra Dimitrijevic, París (33) 1-4420-6663, alexandra_dimitrijevic@standardandpoors.com
Colleen Woodell, Nueva York (1) 212-438-2118, colleen_woodell@standardandpoors.com

1. Estos criterios para calificar gobiernos soberanos siguen a la publicación de nuestra "Solicitud de Comentarios: Metodología y Supuestos para Calificar Gobiernos Soberanos", del 26 de noviembre de 2010. Esta actualización contiene aclaraciones adicionales sobre la manera en que determinamos nuestras calificaciones de riesgo crediticio de emisor de los soberanos, mediante la introducción de lo que consideramos una calibración más fina de los cinco principales factores de calificación que usamos en nuestro análisis soberano y mediante la articulación sobre la manera en que combinamos estos factores para derivar nuestras calificaciones soberanas. Asimismo, esta actualización busca incorporar la información derivada de la recesión global de 2008-2009, en particular por lo que corresponde al impacto potencial de las dificultades del sector financiero sobre los perfiles fiscales de los gobiernos. También cubre consideraciones específicas sobre el análisis crediticio de los soberanos que son parte de uniones monetarias. (Véase el segmento de CreditMatters TV, en inglés, "S&P's Updated Sovereign Ratings Methodology Aims To Provide A Clear Reflection Of The Fiscal Climate", del 30 de junio de 2011.

2. El documento "Principios de las Calificaciones Crediticias" del 16 de febrero de 2011, constituye la base de estos criterios, los cuales reemplazan la metodología de Standard & Poor's contenida en "Calificaciones Soberanas: Un Resumen", publicado el 29 de mayo de 2008.

I. ALCANCE

3. Esta metodología aplica para las calificaciones de todos los gobiernos soberanos (también conocidos como gobiernos centrales).

4. Todas las referencias en este artículo a calificaciones soberanas corresponden a la capacidad y voluntad de un soberano de cumplir sus obligaciones financieras con acreedores no oficiales, en otras palabras, acreedores comerciales. Nuestras calificaciones de riesgo crediticio de emisor de un soberano no reflejan su capacidad y voluntad para cumplir otros tipos de obligaciones listadas a continuación.

- Obligaciones con otros gobiernos (como la deuda con el Club de París) o deuda intergubernamental.
- Obligaciones con entidades supranacionales tales como el Fondo Monetario Internacional (FMI) o el Banco Mundial.
- Obligaciones que un gobierno soberano garantiza pero no cumplen con nuestros criterios para ser consideradas como deuda soberana garantizada (véase "Rating Sovereign-Guaranteed Debt", publicado el 6 de abril de 2009).
- Obligaciones emitidas por empresas del sector público, entidades relacionadas con el gobierno o gobiernos locales y regionales.

Sin embargo, la metodología considera el efecto potencial que estas obligaciones pudieran tener sobre la capacidad de un soberano para cumplir con sus obligaciones financieras comerciales.

5. Además, este artículo tampoco aborda las perspectivas de recuperación tras incumplimiento ni de su impacto sobre calificaciones de emisiones específicas. Este tema está detallado en otro artículo de criterios titulado "*Introduction Of Sovereign Recovery Ratings*", publicado el 14 de junio de 2007.

6. Para efectos del presente artículo, el término "calificación" se refiere a la calificación de riesgo crediticio de emisor, si no se indica lo contrario.

II. RESUMEN

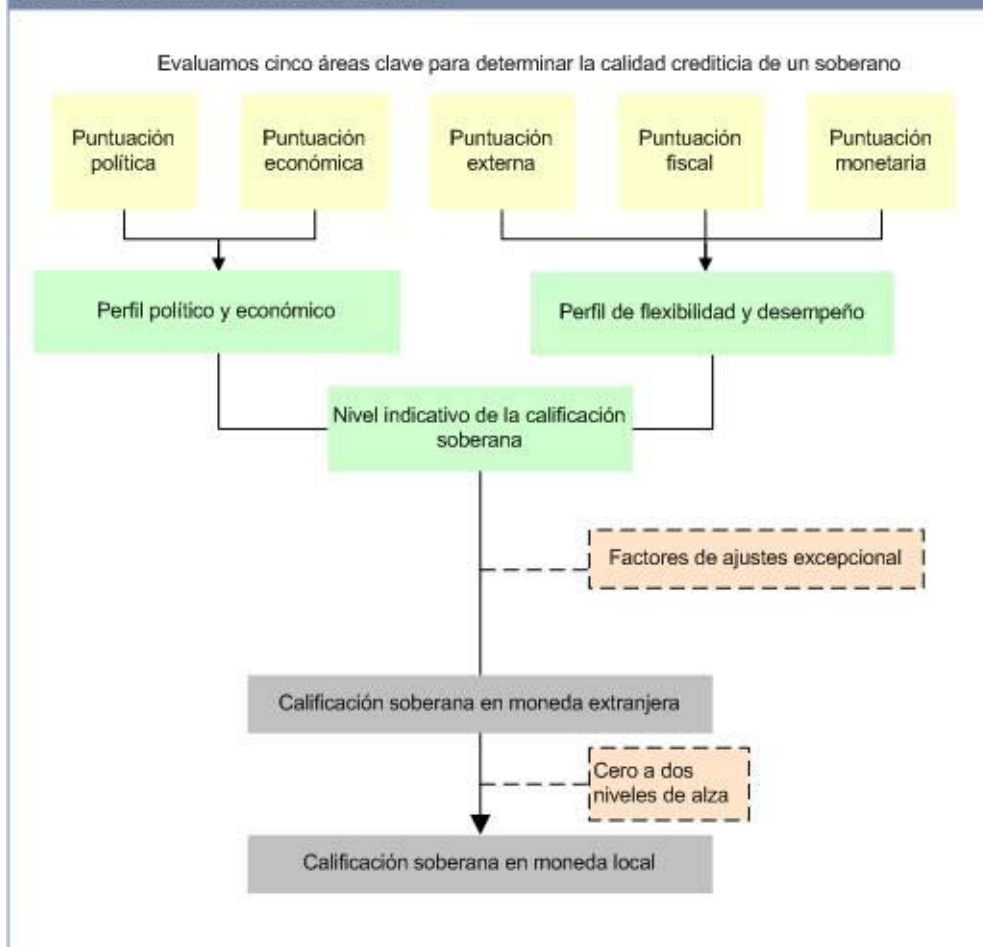
7. La metodología para calificar gobiernos soberanos ("criterios" y "metodología" se usan en el presente documento de manera indistinta) incluye los factores que afectan la voluntad y capacidad de un gobierno soberano para cumplir en tiempo y forma con el pago de su deuda. El análisis se centra en el desempeño de un soberano durante los ciclos económicos y políticos previos, así como los factores que indican una mayor o menor flexibilidad fiscal y monetaria durante el curso de los ciclos económicos futuros.

8. Los cinco factores clave que conforman la base de nuestro análisis crediticio soberano son:

- Efectividad institucional y riesgos políticos, que se reflejan en la puntuación (*score*) política.
- Estructura económica y perspectivas de crecimiento, que se reflejan en la puntuación económica.
- Liquidez externa y posición externa de inversiones, reflejadas en la puntuación externa.
- Desempeño y flexibilidad fiscal, así como nivel de deuda, que se reflejan en la puntuación fiscal.
- Flexibilidad monetaria, reflejada en la puntuación monetaria.

9. Nuestro análisis de la calidad crediticia de un soberano incluye varios pasos, los cuales se resumen en el gráfico a continuación.

Gráfico 1
Marco de Calificaciones Soberanas



10. El primer paso es asignar una puntuación (*score*) a cada uno de estos factores en una escala numérica de seis niveles que va de '1' (el más fuerte) a '6' (el más débil). Para derivar nuestras puntuaciones, nos basamos en una serie de factores cuantitativos y consideraciones cualitativas que describimos en la sub-sección VI.C más adelante. Posteriormente, los criterios combinan las puntuaciones política y económica para conformar el "perfil político y económico" del soberano, y las puntuaciones externa, fiscal y monetaria para formar su "perfil de flexibilidad y desempeño". La combinación de estos dos perfiles determinan nuestra calificación soberana en moneda extranjera tras incorporar los ajustes excepcionales cuando corresponda (véase la subsección VI.B).

11. Determinamos la calificación soberana en moneda local aplicando una diferencia al alza de cero a dos niveles (*notches*) respecto de la calificación soberana en moneda extranjera, siguiendo nuestra metodología incluida en la subsección VI.D. Las calificaciones soberanas en moneda local tienden a ser más altas que las calificaciones soberanas en moneda extranjera porque la calidad crediticia en moneda local podría estar respaldada por las potestades extraordinarias que posee el soberano al interior de sus fronteras, incluyendo la emisión de la moneda local y el control regulatorio del sistema financiero local. Cuando un soberano es miembro de una unión monetaria, y por tanto cede el control de sus políticas monetaria y cambiaria a un banco central común, o cuando usa la moneda de otro soberano, igualamos la calificación en moneda local con la de moneda extranjera.

III. CAMBIOS RESPECTO DE LA SOLICITUD DE COMENTARIOS

12. El 26 de noviembre de 2010, Standard & Poor's publicó su "Solicitud de Comentarios: Metodología y Supuestos para Calificar Gobiernos Soberanos". Los participantes del mercado que respondieron, en general se mostraron positivos sobre la mayor transparencia y claridad de los criterios. Algunos de ellos nos dieron comentarios sobre algunas partes del texto que podrían

aclararse o especificarse más, o sobre posibles ponderaciones diferentes de algunos factores. Esos comentarios nos llevaron a realizar los siguientes cambios principales entre estos criterios y la propuesta presentada en la solicitud de comentarios:

- La puntuación política pone más énfasis en factores tales como los riesgos de inestabilidad política, el efecto de los factores sociales y económicos y el efecto potencial de las organizaciones internacionales sobre la definición de la política nacional.
- Las puntuaciones económica, externa y fiscal se aclararon aún más mediante cambios en la presentación y una mejor especificación de los factores de ajuste.
- La evaluación de los pasivos contingentes relacionados con el sector financiero ofrece un indicador más amplio sobre los riesgos crediticio, de mercado y operativo, al utilizar el criterio “Metodología y supuestos para evaluar el capital de los bancos”, publicado, en inglés, el 6 de diciembre de 2010.
- Desarrollamos más el impacto derivado del financiamiento de otro gobierno, el FMI o un acreedor multilateral como el Banco Mundial o una institución similar (también denominado “financiamiento oficial” en este artículo) sobre la calificación del receptor de tal programa.
- La puntuación monetaria da menos énfasis al régimen cambiario y ofrece más detalles para evaluar el desarrollo del sistema financiero y del mercado de capitales.
- Los factores que llevan a una diferenciación al alza de la calificación en moneda local respecto de la calificación en moneda extranjera, ponen más énfasis en la flexibilidad monetaria.

IV. IMPACTO SOBRE LAS CALIFICACIONES ACTUALES

13. Esperamos pocos cambios en las actuales calificaciones soberanas en moneda extranjera derivados de la actualización de los criterios. Por otra parte, esperamos que los criterios generen más cambios en las calificaciones en moneda local. En los casos en que existan brechas entre las calificaciones soberanas en moneda extranjera y en moneda local, el diferencial en la calificación debería reducirse en la mitad de los casos, más bien mediante la baja de las calificaciones soberanas en moneda local en uno o dos niveles (*notches*). La baja de algunas calificaciones soberanas en moneda local, podría afectar nuestras calificaciones de riesgo crediticio de otros emisores, tales como las de las entidades relacionadas con el gobierno (ERGs).

V. FECHA DE ENTRADA EN VIGOR Y TRANSICIÓN

14. Los criterios descritos en este artículo entran en vigor de manera inmediata. Planeamos completar nuestra revisión de todos los emisores afectados dentro de los próximos seis meses.

VI. METODOLOGÍA

A. Calibraciones de Calificaciones Soberanas de Standard & Poor’s

15. La calibración de nuestros criterios de calificaciones soberanas se basa en nuestro análisis de la historia de incumplimientos soberanos, en el impacto de la crisis financiera y económica de 2008-2009 sobre la calidad crediticia soberana, y en lo que consideramos como la fortaleza crediticia de los gobiernos soberanos en comparación con otros tipos de emisores.

Historia de incumplimientos soberanos

16. Las principales fuentes que usamos para revisar la historia de incumplimientos soberanos son:

- “*Sovereign Defaults at 26-Year Low, To Show Little Change in 2007*” de Standard & Poor’s, publicado el 18 de septiembre de 2006, que revisa la historia de incumplimiento de soberanos calificados y no calificados desde 1824.
- “*Sovereign Defaults And Rating Transition Data 2010 Update*”, publicado el 23 de febrero de 2011, que cubre el desempeño de las calificaciones soberanas de Standard & Poor’s tanto en términos de transición como de incumplimiento, durante el periodo que va de 1975 a 2010.
- Los datos que Carmen Reinhart y Kenneth Rogoff reunieron en su libro “*This Time Is Different*”, en el que cubren 250 episodios de incumplimiento soberano externo durante el periodo 1800-2009 y al menos 68 casos de incumplimiento en deuda local. Sin embargo, cabe observar que la definición de incumplimiento del libro es más amplia que la nuestra.

17. Los estudios anteriores muestran que, desde el inicio del siglo XIX, la mayoría de los incumplimientos soberanos han ocurrido debido a que las políticas anteriores de los gobiernos que incumplieron los dejaron mal preparados para afrontar una sucesión inesperada de eventos (en otras palabras, un *shock*). Guerras, cambios de régimen, otras formas de inestabilidad política, o el marcado deterioro de los términos de intercambio comercial son ejemplos de *shocks*. También observamos que algunos incumplimientos siguieron al cambio histórico de los gobiernos para abandonar el patrón oro (*gold standard*) –bajo el cual respaldaban la emisión de su papel moneda con oro a tipos de cambio fijos. Después de un *shock*, cuando las políticas fiscal o monetaria anteriores de un gobierno le dejaron poco margen de maniobra, o cuando la política económica no respaldó de manera sostenida el crecimiento económico, entonces las percepciones de los inversionistas tendieron a cambiar rápidamente. Esto, a su vez, elevó los costos de financiamiento y, en algunos casos, dejó a los gobiernos con el incumplimiento como la respuesta preferida entre sus políticas.

Impacto de la recesión global 2008-2009

18. La reciente recesión mundial hasta ahora no ha desencadenado una ola de incumplimientos soberanos, aunque este capítulo en la historia económica aún no ha terminado. Sin embargo, el número de bajas de calificación de soberanos calificados por Standard & Poor's, especialmente de los que se encuentran en Europa, aumentó considerablemente en los últimos dos años. La recesión mundial de 2008-2009 fue la primera recesión sincronizada desde que se estableció la Unión Monetaria Europea (UME). Nuestra calibración de puntuación refleja la importancia del desempeño externo y fiscal de un soberano dentro de una unión monetaria en relación con el resto de la zona. Los soberanos más dependientes de financiamiento externo y los que han experimentado un deterioro inesperado en sus requerimientos de financiamiento o en sus perspectivas de crecimiento, han atestiguado un marcado aumento en sus costos de financiamiento en comparación con otros miembros de la UME.

Solidez crediticia de soberanos con relación a otros tipos de emisores

19. Los gobiernos centrales tienen potestades únicas, como la capacidad de subir los impuestos, establecer leyes y controlar la oferta monetaria, que en general puede darles una mayor calidad crediticia frente a otros emisores con menor autoridad. En consecuencia, si bien las calificaciones soberanas de Standard & Poor's abarcan toda la escala de calificación, hay una mayor proporción de ellas en el extremo superior de la escala en comparación con las calificaciones de Standard & Poor's en otros sectores. Casi 15% de nuestras calificaciones soberanas en moneda extranjera se ubicaban en el nivel de 'AAA' al cierre de 2010 y 11% en la categoría 'AA', en comparación con aproximadamente 1% y 8%, respectivamente, de los emisores corporativos. Al 30 de junio de 2011, Standard & Poor's califica 126 gobiernos soberanos. Considerando los 192 miembros de las Naciones Unidas (ONU) y territorios y otros estados fuera de ella, estimamos el universo mundial de soberanos en más de 200 gobiernos. Si Standard & Poor's calificara a todos los gobiernos soberanos, consideramos que la proporción de calificaciones en categorías inferiores probablemente sería mayor.

20. Standard & Poor's elabora y calibra sus criterios de calificaciones soberanas con base en las observaciones anteriores y en su marco general para el comportamiento idealizado de sus calificaciones crediticias al paso del tiempo a través de los ciclos económicos. Exponemos una idea general de nuestro marco en tres artículos:

- “Entendiendo las definiciones de Calificaciones de Standard & Poor's”, publicado el 3 de junio de 2009;
- “*Credit Stability Criteria*”, publicado el 3 de mayo de 2010, y
- “*The Time Dimension Of Standard & Poor's Credit Ratings*”, publicado el 22 de septiembre de 2010.

21. Consideramos que la calibración de las calificaciones soberanas indicada en la Tabla 2 de la subsección VI.B logra una mayor comparabilidad con otras calificaciones de Standard & Poor's en diferentes sectores.

B. Determinando una calificación soberana en moneda extranjera

22. El análisis de Standard & Poor's de la calidad crediticia de un soberano inicia con su evaluación y asignación de puntuaciones de cinco factores clave de calificación (vea la Tabla 1).

Principales factores de calificación	Puntuación asignada en una escala de 1-6, siendo '1' el más fuerte y '6' el más débil.
Efectividad institucional y riesgos políticos	Puntuación política
Estructura económica y expectativas de crecimiento	Puntuación económica
Liquidez externa y posición de inversión internacional	Puntuación externa
Flexibilidad y desempeño fiscal, combinados con nivel de deuda	Puntuación Fiscal
Flexibilidad monetaria	Puntuación Monetaria

23. Cada factor recibe una puntuación, para la que se utiliza una escala numérica de seis niveles que va de '1' (el más fuerte) a '6' (el más débil). Una serie de factores cuantitativos y de consideraciones cualitativas, descritas en la subsección VI.C, constituyen la base para asignar las puntuaciones. Posteriormente, los criterios combinan esas cinco puntuaciones para conformar el "perfil político y económico" y el "perfil de flexibilidad y desempeño" del soberano, como se describió antes.

- El perfil político y económico. Este perfil refleja nuestra opinión respecto a la resistencia de la economía de un país, la fortaleza y estabilidad de las instituciones de gobierno, y la efectividad en la formulación de sus políticas. Es el promedio de la puntuación política (vea la sección VI.C.1) y de la puntuación económica (vea la sección VI.C.2).
- El perfil de flexibilidad y desempeño. Este perfil refleja nuestra opinión respecto a la sustentabilidad del balance fiscal y nivel de deuda de un gobierno, a la luz de la posición externa de un país, así como la flexibilidad fiscal y monetaria del gobierno. Es el promedio de la puntuación externa (vea la sección VI.C.3), la puntuación fiscal (vea la sección VI.C.4) y la puntuación monetaria (vea la sección VI.C.5).

24. Luego, estos dos perfiles se combinan como lo indica la Tabla 2 para determinar un nivel indicativo de la calificación soberana.

		Perfil político y económico										
Perfil de flexibilidad y desempeño	Categoría	Superior	Extremadamente fuerte	Muy fuerte	Fuerte	Moderadamente fuerte	Intermedio	Moderadamente débil	Débil	Muy débil	Extremadamente débil	Riesgoso
Categoría	Puntuación	1	1.5	2	2.5	3	3.5	4	4.5	5	5.5	6
Extremadamente fuerte	1 a 1.7	aaa	aaa	aaa	aa+	aa	a+	a	a-	bbb+	N/A	N/A
Muy fuerte	1.8 a 2.2	aaa	aaa	aa+	aa	aa-	a	a-	bbb+	bbb	bb+	bb-
Fuerte	2.3 a 2.7	aaa	aa+	aa	aa-	a	a-	bbb+	bbb	bb+	bb	b+
Moderadamente fuerte	2.8 a 3.2	aa+	aa	aa-	a+	a	bbb	bbb-	bb+	bb	bb-	b+
Intermedio	3.3 a 3.7	aa	aa-	a+	a	bbb+	bbb-	bb+	bb	bb-	b+	b
Moderadamente débil	3.8 a 4.2	aa-	a+	a	bbb+	bbb	bb+	bb	bb-	b+	b	b
Débil	4.3 a 4.7	a	a-	bbb+	bbb	bb+	bb	bb-	b+	b	b-	b-
Muy débil	4.8 a 5.2	N/A	bbb	bbb-	bb+	bb	bb-	b+	b	b	b-	b-
Extremadamente débil	5.3 a 6	N/A	bb+	bb	bb-	b+	b	b	b-	b-	ccc/cc	ccc/cc

25. Esperamos que nuestra calificación soberana en moneda extranjera en la mayoría de los casos se ubique a un escalón (*notch*) del nivel indicativo de calificación, con base en el posicionamiento del soberano en relación con sus pares. Por ejemplo, para un soberano que consideramos tiene un perfil político y económico “moderadamente fuerte” y un perfil de flexibilidad y desempeño “muy fuerte”, es muy probable que asignemos una calificación a un escalón de ‘AA-’.

26. Una calificación soberana en moneda extranjera podría diferir en más de un escalón en comparación con el nivel indicativo de calificación si reúne las características excepcionales listadas en los párrafos 27 a 33. Si un soberano combina varios de los factores excepcionales, su calificación en moneda extranjera se ajustaría por el efecto acumulado de tales ajustes. Dichos ajustes excepcionales se basan en un análisis prospectivo. Son importantes porque algunos componentes del riesgo crediticio a veces pueden dominar la calidad crediticia general incluso si los otros factores se mantienen estables.

27. **Liquidez externa extremadamente débil.** Un soberano recibe una calificación soberana en moneda extranjera por debajo del nivel indicativo de calificación cuando la liquidez externa del país se encuentra en, o prevemos que se deteriorará a, niveles que son sustancialmente peores que los de referencia para los niveles más débiles de liquidez externa, como se define en la Tabla 5. Por ejemplo, la calificación estaría un escalón más abajo si la puntuación externa es ‘6’ y esperáramos que el índice de financiamiento externo bruto como porcentaje de los ingresos de la cuenta corriente y las reservas internacionales utilizables necesita ser de más de aproximadamente 1.5 veces (x) el nivel que corresponde a los valores de referencia para la liquidez externa más débil en la Tabla 5. La calificación podría ser más baja en dos escalones (*notches*) si esperáramos que alcanzara más del doble de ese nivel.

28. **Situación fiscal extremadamente débil.** De manera similar, un soberano recibe una calificación en moneda extranjera por abajo del nivel indicativo cuando su desempeño fiscal o su nivel de deuda presenta características que son significativamente peores que los de referencia para los niveles más débiles, como se define en las tablas 6 y 7. Por ejemplo, la calificación estaría un nivel abajo si la puntuación de deuda es ‘6’ con base en el nivel de deuda del soberano como se define en la Tabla 7 y los pasivos contingentes son ‘moderados’ de acuerdo con la Tabla 8. La calificación estaría tres *notches* por abajo si la puntuación de deuda es ‘6’, pero el nivel de deuda del soberano es 1.5 veces el nivel correspondiente con una puntuación de ‘6’ en la Tabla 7, y, además, los pasivos contingentes son ‘muy elevados’ de acuerdo con la Tabla 8.

29. **Posición de activos netos del gobierno general excepcionalmente amplia.** Un soberano recibe una calificación en moneda extranjera un nivel por arriba del indicativo cuando cuenta con activos líquidos excepcionalmente significativos en comparación con sus pares en el mismo nivel de calificación (que normalmente representan más de 100% del PIB), lo que constituye para el gobierno una protección excepcional durante periodos de *shocks* económicos o financieros.

30. **Riesgo político muy alto y elevado nivel de deuda.** Un soberano con una puntuación política de ‘6’ no puede ser calificado en un nivel superior a ‘BB+’, o a ‘B+’ si la puntuación política de ‘6’ se combina con una puntuación de deuda de ‘5’ o ‘6’ (véase la Tabla 7), independientemente de cualquier potencial ajuste al alza por una amplia posición neta de activos (véase párrafo 29). La trayectoria de incumplimientos soberanos sugiere que los riesgos políticos y de gobernabilidad se encuentran entre los principales factores detrás de políticas económicas débiles que llevan a incumplimiento, y esto es por lo que la puntuación política recibe este peso particular.

31. **Riesgo de renegociación.** Cuando es probable que un gobierno renegocie una deuda que se califique como canje similar a incumplimiento (*distressed exchange*), la calificación del soberano sería determinada de acuerdo con los criterios “Implicaciones para las calificaciones de las ofertas de canje y reestructuras de deuda similares”, publicado 2 de septiembre de 2010.

32. **Elevado riesgo de seguridad.** En los casos de riesgo de guerra inminente o en escalada, una calificación soberana podría diferir del nivel indicativo de calificación, dependiendo de la magnitud esperada del conflicto y del impacto sobre las características crediticias del soberano. La historia ofrece muchos ejemplos de incumplimientos, como la ex Yugoslavia, vinculados a un gobierno soberano que deja de existir tras una guerra. En los demás casos, cuando el riesgo de conflicto data de mucho tiempo, pero no es inminente, como en los estados del Golfo Pérsico, esto afecta la calificación soberana mediante un ajuste en la puntuación política (véase la subsección VI.C.1.d).

33. **Catástrofes naturales severas.** La ocurrencia de una catástrofe natural muy grave, aunque rara, podría llevar a una desviación material del nivel indicativo de calificación en función de la magnitud de los daños y el impacto en los fundamentos del país. Un ejemplo es Granada, donde los costos financieros vinculados a los daños generados por el huracán Iván (que estimamos en cerca de 200% del PIB del país en 2004), constituyeron, en nuestra opinión, el principal evento detonante del incumplimiento posterior de Granada desde su nivel de calificación antes del huracán de 'BB-'. Sin embargo, en general, cuando un país está expuesto constantemente a desastres naturales o a condiciones climáticas adversas, por ejemplo en la región del Caribe, esta vulnerabilidad afecta nuestro análisis de su estructura económica, la volatilidad potencial de su producción, y la prontitud del gobierno para responder a tales acontecimientos. Para obtener más información, vea el artículo "*Assessing The Impact Of Natural Disasters On Sovereign Credit Ratings*", publicado el 14 de junio de 2010.

34. Un soberano que no logra financiarse a una tasa de interés sostenible podría recibir un costo de financiamiento menor de otro soberano, del FMI, del Banco Mundial o de alguna institución similar, también denominado financiamiento oficial. La participación en este tipo de programa cubre parte de las necesidades de financiamiento del receptor durante un periodo definido y a menudo establece las condiciones para un acceso continuo, tales como la implementación de reformas económicas o de consolidación fiscal local. Cuando el programa facilita las reformas y el financiamiento oficial probablemente se sostiene para cubrir los requerimientos de financiamiento del receptor, podría interrumpir el deterioro de su calidad crediticia. En otros casos, la participación en estos programas podría no ser exitosa y no afectar de manera positiva la calidad crediticia del receptor. El impacto derivado de este financiamiento oficial sobre la calificación del receptor se refleja en tres de los cinco factores clave de calificación: la puntuación política (véase la subsección VI.C.1.e), la puntuación externa (subsección VI.C.3.e) y la puntuación fiscal (párrafo 96 y Tabla 7), y no como un factor de ajuste excepcional. El Apéndice C ilustra la aplicación de este enfoque con un ejemplo.

C. Evaluación de los cinco factores principales de calificación soberana

35. El análisis de cada uno de los cinco factores clave se realiza con base en una combinación de elementos cuantitativos y cualitativos. Abordamos algunos factores principalmente de manera cualitativa, como la solidez de las instituciones políticas, mientras que analizamos otros usando indicadores cuantitativos, como la economía, la deuda y la liquidez externa.

1. Puntuación política

36. La puntuación política evalúa cómo las instituciones de un gobierno y la formulación de sus políticas afectan los fundamentos crediticios del soberano mediante la entrega de finanzas públicas sostenibles, promoviendo un crecimiento económico balanceado, y respondiendo a los shocks económicos o políticos.

37. La puntuación política captura los factores listados a continuación, ninguno de los cuales corresponde a algún sistema político en particular:

- La efectividad, estabilidad y previsibilidad de la formulación de políticas y de las instituciones políticas del soberano (factor primario).
- La transparencia y la rendición de cuentas de las instituciones, la información y procesos, así como la cobertura y fiabilidad de la información estadística (factor secundario).
- La cultura de pago del gobierno (factor de ajuste potencial).
- Los riesgos externos de la seguridad (factor de ajuste potencial).
- El impacto potencial de las organizaciones externas en la formulación de las políticas (factor de ajuste potencial).

38. La Tabla 3 muestra la combinación de los factores listados en el párrafo 37. El factor primario para determinar la puntuación política es la efectividad, estabilidad y previsibilidad de la formulación de políticas y de las instituciones políticas del soberano. El factor secundario ofrece información adicional sobre la transparencia y rendición de cuentas y actúa como un calificador del factor primario para determinar la puntuación política inicial (vea la Tabla 3). La tabla contiene las características que generalmente esperamos ver en los diferentes niveles de la puntuación política, aunque un gobierno podría exhibir la mayoría de éstas y no todas. Finalmente, la puntuación política de un soberano podría mejorar o empeorar desde su nivel inicial con base en los tres últimos factores: cultura de pago, riesgos para la seguridad, y el impacto de organizaciones externas, como se explica en la Tabla 3.

Tabla 3A. Evaluación de la puntuación política de un soberano
En una escala de 1 a 6, del más fuerte al más débil (puntuaciones 1-3)*

Puntuación	Factor principal: efectividad, estabilidad y previsibilidad de la formulación de políticas e instituciones políticas (véase subsección VI.C.1.a)	Factor secundario: transparencia y rendición de cuentas de instituciones, información y procesos (véase subsección VI.C.1.b)
1	<ul style="list-style-type: none"> ● Formulación de políticas proactiva, con una trayectoria sólida de manejo de crisis económicas y financieras y con crecimiento económico. ● Capacidad y voluntad para implementar reformas que garanticen finanzas públicas sostenibles en el largo plazo. Alta probabilidad de que las instituciones y las políticas se mantengan estables al paso del tiempo, garantizando la previsibilidad de respuestas a crisis futuras. 	<ul style="list-style-type: none"> ● Pesos y contrapesos extensos entre instituciones. ● Obligación objetiva de los contratos y respeto al estado de derecho. ● Libre flujo de información en la sociedad, con un debate abierto sobre las decisiones de políticas. Información oportuna y fiable sobre las finanzas públicas e información estadística.
2	<p>En comparación con el 1, aplica cualquiera de lo siguiente:</p> <ul style="list-style-type: none"> ● Trayectoria generalmente sólida pero más corta de políticas que generan finanzas públicas sostenibles y crecimiento económico balanceado. ● Capacidad más débil para implementar reformas, debido a un proceso de toma de decisiones lento o complejo. Cambios en el entorno político o en el marco institucional que generan incertidumbre sobre la capacidad de sustentar de manera consistente las finanzas públicas en el largo plazo. 	<ul style="list-style-type: none"> ● Pesos y contrapesos generalmente efectivos. ● Obligación objetiva de los contratos y respeto al estado de derecho. ● Libre flujo de información a la sociedad, con un debate abierto de las decisiones de políticas. Información estadística y sobre las finanzas públicas, generalmente oportuna y fiable
3	<ul style="list-style-type: none"> ● Formulación de políticas generalmente efectivas en los últimos años, que promueven finanzas públicas sostenibles y un crecimiento económico balanceado. Pero es posible que haya modificaciones en las políticas como resultado de cambios en la administración o por potenciales influencias desestabilizadoras provenientes de desafíos socioeconómicos subyacentes o de desafíos fiscales significativos de largo plazo. 	<ul style="list-style-type: none"> ● Pesos y contrapesos en evolución entre las diversas instituciones. ● Obligación generalmente objetiva de los contratos y respeto al estado de derecho. ● Libre flujo de información a la sociedad, pero algunas decisiones de políticas no se debaten total y abiertamente. ● Información estadística que puede ser menos oportuna que para las categorías más altas, o estar sujeta a revisiones importantes.

La puntuación política es igual a la puntuación inicial ajustada por los siguientes factores:

Cultura de pago de deuda de un gobierno. Un gobierno con una débil cultura de pago de deuda, como se define en la subsección VI.C.1.c), recibe una puntuación política de '6'.

Riesgos externos a la seguridad. La puntuación política se sitúa una o dos categorías por debajo de la puntuación inicial cuando existe un riesgo de guerra en el territorio del país, pero no se espera que el riesgo se materialice en un periodo de tres a cinco años (vea la subsección VI.C.1.d).

Impacto de una organización externa en la formulación de políticas. La puntuación política se sitúa en una categoría por arriba de la inicial si el apoyo de una organización externa mejora la formulación de políticas. Por el contrario, se sitúa en una categoría inferior si los límites impuestos por una organización externa debilitan la formulación de políticas (véase la subsección VI.C.1.e).

Tabla 3B. Evaluación de la puntuación política de un soberano En una escala de 1 a 6, del más fuerte al más débil (puntuaciones 4-6)*		
Puntuación	Factor principal: efectividad y previsibilidad de la formulación de políticas e instituciones políticas¶	Factor secundario: transparencia y rendición de cuentas de instituciones, información y procesos¶
4	<p>Cualquiera de lo siguiente:</p> <ul style="list-style-type: none"> ● Elección de políticas que podrían debilitar el apoyo para la sustentabilidad de las finanzas públicas y un crecimiento económico balanceado. ● Previsibilidad limitada sobre las respuestas de políticas futuras, debido a un proceso de sucesión incierto o que no ha sido probado, o a un riesgo moderado de desafíos a las instituciones políticas derivado de una toma de decisiones muy centralizada y de la existencia de segmentos de la población que desean más participación política o económica. 	<ul style="list-style-type: none"> ● Pesos y contrapesos entre instituciones, obligatoriedad de contratos y respeto al estado de derecho más inciertos que en las categorías más altas. ● Transparencia relativamente débil, debida a la interferencia de instituciones políticas en la libre diseminación de la información, brechas importantes en los datos o demoras en los reportes.
5	<p>Uno de los siguientes:</p> <ul style="list-style-type: none"> ● Elección de políticas que podrían debilitar la capacidad y voluntad para mantener finanzas públicas sustentables y, por consiguiente, un pago de la deuda oportuno. ● Elevado riesgo de desafíos a las instituciones políticas, que posiblemente incluye un conflicto interno, debido a las demandas de segmentos de la población por una mayor participación política o económica, o debido a importantes desafíos étnicos o religiosos para la legitimidad de las instituciones políticas. ● Respuestas de políticas futuras difíciles de prever debido a un panorama político altamente polarizado, a una toma de decisiones muy centralizada o a un proceso de sucesión incierto o que no ha sido probado. 	<ul style="list-style-type: none"> ● Obligtoriedad de los contratos y respeto al estado de derecho, que no están garantizados. ● Transparencia deteriorada, debido al menos a uno de los siguientes factores: niveles de moderado a altos de corrupción percibida, brechas significativas en los datos o interferencia significativa de las instituciones políticas en la libre diseminación de la información.
6	<p>Cualquiera de lo siguiente:</p> <ul style="list-style-type: none"> ● Instituciones políticas débiles que se traducen en un entorno incierto sobre las políticas en periodos de estrés, incluyendo una menor capacidad y voluntad para mantener el pago oportuno de la deuda. ● Riesgo considerable de colapso de las instituciones políticas, incluyendo un conflicto interno significativo. 	<ul style="list-style-type: none"> ● Obligtoriedad de los contratos y respeto al estado de derecho, que no están garantizados. ● Transparencia deteriorada, debido al menos a uno de los siguientes factores: brechas importantes en la información, revisiones frecuentes e importantes de la información, altos niveles de corrupción percibida de las instituciones políticas y flujos de información suprimidos.
<p>La puntuación política es igual a la puntuación inicial ajustada por los siguientes factores:</p> <p>Cultura de pago de deuda de un gobierno. Un gobierno con una débil cultura de pago de deuda, como se define en la subsección VI.C.1.c), recibe una puntuación política de '6'.</p> <p>Riesgos externos a la seguridad. La puntuación política se sitúa una o dos categorías peor que la puntuación inicial cuando existe un riesgo de guerra en el territorio del país, pero no se espera que el riesgo se materialice en un periodo de tres a cinco años (vea la subsección VI.C.1.d).</p> <p>Impacto de una organización externa en la formulación de políticas. La puntuación política se sitúa en una categoría mejor que la inicial si el apoyo de una organización externa mejora la formulación de políticas. Por el contrario, se sitúa en una categoría peor si los límites impuestos por una organización externa debilitan la formulación de políticas (véase la subsección VI.C.1.e).</p>		

39. La evaluación de estos factores dependen en gran medida de nuestro análisis cualitativo, el cual puede complementarse con fuentes externas tales como:

- Los reportes “*Doing Business*” del Banco Mundial.
- Los “Indicadores Mundiales de Gobernabilidad”, que miden seis amplias dimensiones de la gobernabilidad (apertura y rendición de cuentas, efectividad del gobierno, estado de derecho, calidad regulatoria, control de la corrupción, estabilidad política y ausencia de violencia).
- Los “*Human Development Indicators*” del Programa de Desarrollo de Naciones Unidas, con un particular enfoque en el “índice de desarrollo humano”.
- “Índice de Percepción de Corrupción” de Transparencia Internacional.
- Reportes del FMI y del Banco Mundial sobre la Observancia de Estándares y Códigos.

a) Efectividad, estabilidad y previsibilidad de la formulación de políticas y de las instituciones políticas

40. Los criterios analizan la efectividad, estabilidad y previsibilidad de la formulación de políticas e instituciones con base en:

- La trayectoria del soberano para manejar crisis políticas, económicas y financieras, manteniendo una formulación de políticas prudentes en las épocas buenas y generando crecimiento económico.
- La capacidad y voluntad de un soberano para implementar reformas que aborden los desafíos fiscales, tales como la atención de la salud o las pensiones, para garantizar finanzas públicas sostenibles en el largo plazo.
- La previsibilidad en el marco general de políticas y los eventos que pueden afectar las respuestas de las políticas a crisis futuras o dar lugar a cambios importantes en las mismas.
- Desafíos reales o potenciales a las instituciones políticas, incluso posiblemente conflictos internos, derivados de las demandas de la población para tener una mayor participación política o económica, o de desafíos importantes a la legitimidad de las instituciones en el terreno étnico, religioso o político.

41. La formulación de políticas efectivas y la existencia de instituciones políticas estables habilitan a los gobiernos para que hagan frente de manera proactiva a los períodos de dificultades económicas y para que adopten medidas para corregir los desequilibrios. Esto ayuda a sostener las perspectivas de crecimiento a largo plazo y limita el riesgo de un deterioro agudo en la calidad crediticia del soberano. Instituciones estables y bien establecidas generalmente garantizan cierto grado de previsibilidad en la dirección general de la formulación de políticas, aun cuando la transición del poder político entre partidos contrarios y los detalles de las políticas cambien como resultado del mismo. Por el contrario, los riesgos de sucesión o la elevada concentración de poder son factores que pueden plantear riesgos para la estabilidad institucional, y a su vez dan lugar a cambios sustanciales en las políticas y afectan la continuidad de las características crediticias principales.

b) Transparencia y rendición de cuentas de instituciones, información y procesos

42. El análisis de rendición de cuentas y transparencia de instituciones, información y procesos se basa en los siguientes aspectos:

- La existencia de pesos y contrapesos entre las instituciones.
- El nivel de percepción de corrupción en el país, lo que se correlaciona fuertemente con la rendición de cuentas de las instituciones.
- La obligatoriedad imparcial de los contratos y el respeto del estado de derecho (especialmente en el ámbito de derechos de propiedad), que se relaciona estrechamente con el respeto de los intereses de acreedores e inversionistas.
- La independencia de las oficinas de estadística y de los medios de comunicación, así como la trayectoria de revisiones de datos o la falta de ellos, como medidas de la transparencia y fiabilidad de la información.

43. El último punto incluye una evaluación cualitativa de la calidad y consistencia de los datos que usamos, los cuales incluyen las cuentas de ingresos nacionales, las cuentas fiscales, la oferta monetaria, las cuentas de empresas públicas, la balanza de pagos, y la posición de la inversión internacional. Tales datos se basan en valores estimados y no siempre se miden con precisión. Por lo tanto, donde hay una trayectoria de revisiones significativas en los datos, pronósticos inadecuados, o falta de datos e inconsistencias (ya sea de una fuente o entre las fuentes), nuestros criterios exigirían la interpretación de los datos a la luz de estas discrepancias como se refleja en las Tablas 3.

44. La transparencia y la rendición de cuentas de las instituciones pesan directamente sobre la calidad crediticia del soberano porque refuerzan la estabilidad y previsibilidad de las instituciones políticas y del marco de políticas. Hacen esto a pesar de que podrían no reforzar la estabilidad de una clase o partido político en el poder. Además, las instituciones, los procesos y la información transparentes y responsables, son importantes porque refuerzan la fiabilidad y precisión de la información y contribuyen a dar a conocer de manera oportuna cualquier cambio importante en la formulación de políticas de un país o la presencia de riesgos relevantes para el riesgo crediticio soberano.

c) Cultura de pago de deuda de un gobierno

45. El primer ajuste potencial de la puntuación política inicial se refiere a la cultura de pago de la deuda. La voluntad de incumplir es una consideración importante al analizar la calidad crediticia de un soberano, debido en parte a que los acreedores cuentan solamente con recursos legales limitados a este respecto. Como resultado, un soberano puede incumplir sus obligaciones, y en ocasiones lo hace, aun cuando posee la capacidad financiera para pagar su deuda a tiempo. Por lo tanto, el análisis busca evaluar en qué grado los estrategas de las políticas podrían estar dispuestos a darle prioridad al repago de la deuda para evitar el incumplimiento en situaciones difíciles.

46. En términos generales, la puntuación política no puede ser mejor que '6' en los casos en los que consideramos que la cultura de pago de deuda de un gobierno representa un riesgo crediticio. Para que esto suceda, el gobierno normalmente presentaría una o más de las siguientes características:

- Atrasos en el pago de la deuda oficial bilateral, que es la deuda contraída con otros gobiernos y entidades estatales.
- Un discurso público que cuestiona la legitimidad de la deuda contraída por una administración anterior (la llamada "deuda odiosa").
- La ausencia de cambios importantes en las políticas desde el último incumplimiento sobre la deuda comercial.

47. Estudios académicos hablan sobre la importancia de la última característica mencionada en el párrafo anterior. En su artículo de 2003 "*Debt intolerance*", Reinhart, Rogoff y Savastano encuentran que los países pueden graduarse como incumplidores en serie, aunque el camino hacia la "graduación" es largo. Los incumplimientos debilitan a las instituciones políticas, porque la consiguiente caída económica desacredita las políticas que llevaron al incumplimiento y aumenta la desconfianza de la población. Esta mayor desconfianza pública puede dificultar alcanzar un consenso sobre la política económica y por lo tanto, puede detonar incumplimientos adicionales en el futuro. La evidencia que presenta el estudio también sugiere que el primer incumplimiento puede ser mucho más costoso que los posteriores, de ahí la idea de que, con cada incumplimiento sucesivo, los incumplidores en serie tienen menos que perder de su reputación.

d) Riesgos externos para la seguridad

48. El segundo ajuste potencial a la puntuación política inicial se relaciona con los riesgos externos para la seguridad. En los casos en que existe un riesgo persistente de guerra dentro del territorio del país, pero no prevemos que este riesgo probablemente se materialice en los próximos tres a cinco años, la puntuación política estaría una o dos categorías por debajo de la puntuación inicial. Sin embargo, en los casos en los que consideramos que estos riesgos son inminentes o que escalarán rápidamente, ello afectaría el riesgo político del soberano y la calificación general en mayor grado, en función de la magnitud y el impacto del conflicto sobre la situación económica y política del soberano (vea los factores de ajuste excepcional en el párrafo 32). La seguridad nacional es una preocupación para la calificación cuando las amenazas militares representan una gran carga sobre la política fiscal, reducen el flujo de inversión potencial, o estresan la balanza de pagos. También puede generar sanciones económicas.

e) Impacto de las organizaciones externas sobre la formulación de políticas

49. A veces, la membresía en organizaciones supranacionales puede tener un impacto en la formulación de las políticas. La membresía en alianzas militares, uniones políticas, uniones monetarias y bloques comerciales, por ejemplo, representa no solamente beneficios, sino también obligaciones. Esta situación es más evidente cuando un soberano busca financiamiento oficial excepcional, por ejemplo del FMI o de la Unión Europea. Tal financiamiento a menudo provee los recursos tan necesarios, ya sea para respaldar la balanza de pagos (véase la subsección VI.C.3.e) o para apoyo presupuestario (véase el párrafo 96) en el corto y mediano plazo, pero también pone condiciones para el desembolso oportuno de dicho apoyo.

50. La participación en un programa supranacional – bajo la apariencia de condiciones para la membresía o para apoyo financiero excepcional – concede mayor previsibilidad y efectividad a la formulación de las políticas, por lo que la puntuación política de un soberano mejoraría en una categoría. Por el contrario, si el compromiso de un soberano con una organización externa no es creíble para los inversionistas o para su población local, de manera tal que los resultados de dicha política o el acceso al fondeo es más incierto, entonces, la puntuación política del soberano se situaría en una categoría por abajo.

2. Puntuación económica

51. La historia de incumplimientos soberanos nos sugiere que una estructura económica próspera, diversificada, resistente, orientada al mercado, y adaptable, junto con una trayectoria de crecimiento económico sostenido, proporciona a un gobierno soberano una fuerte base de ingresos, refuerza la flexibilidad de su política fiscal y monetaria, y en última instancia, estimula su capacidad frente al nivel de deuda. Observamos que las economías orientadas al mercado tienden a producir mayores niveles de riqueza, debido a que permiten una asignación más eficiente de los recursos para promover un crecimiento económico sostenible de largo plazo.

52. Los siguientes tres factores son clave para la puntuación económica de un soberano:

- Nivel de ingresos.
- Expectativas de crecimiento.
- Diversidad económica y volatilidad.

53. La combinación de estos tres factores determina nuestra puntuación económica de un soberano, como se observa en la Tabla 4. Los criterios derivan una puntuación inicial con base en el nivel de ingresos de un país, medido por su PIB per cápita (véase la subsección VI.C.2.a). Luego, dicha puntuación inicial recibe un ajuste positivo o negativo de hasta dos categorías, con base en las perspectivas de crecimiento económico (véase la subsección VI.C.2.b), así como en su concentración potencial o volatilidad (véase la subsección VI.C.2.c).

Tabla 4. Evaluación de la puntuación económica de un soberano En una escala de 1 a 6, de más fuerte a más débil						
PIB per cápita en US\$ ¶	Más de \$35,000	\$25,000-\$35,000	\$15,000-\$25,000	\$5,000-\$15,000	\$1,000-\$5,000	Inferior a \$1,000
Puntuación inicial	1	2	3	4	5	6
Factores para ajuste positivo			Factores para ajuste negativo			
Los siguientes factores impactan la puntuación económica inicial en una categoría.			Los siguientes factores impactan la puntuación económica inicial en una categoría.			
<ul style="list-style-type: none"> • Una moneda subvaluada sugiere que la categoría de PIB per cápita subestima la prosperidad. Este sería el caso, por ejemplo, si un país con un tipo de cambio no determinado por el mercado presenta superávits sostenidos en la cuenta corriente y registra considerables reservas utilizables (que de manera consistente cubren más de 12 meses de los pagos de la cuenta corriente). Véase el párrafo 55. • Crecimiento económico superior al promedio en comparación con sus pares, medido por una tendencia de crecimiento* del PIB real per cápita que se sitúa consistentemente muy por arriba de la tendencia de crecimiento de la mediana de sus pares en la misma categoría de PIB per cápita (generalmente 1.5% por arriba para una puntuación inicial de '2', de 4% para una puntuación inicial de '3' y '4', y 6% para una puntuación inicial de '5' y '6') (véase el párrafo 59). 			<ul style="list-style-type: none"> • Una moneda sobrevaluada sugiere que la categoría de PIB per cápita sobrestima la prosperidad. Este sería el caso, por ejemplo, si un país con un tipo de cambio no determinado por el mercado presenta déficits sostenidos en la cuenta corriente (véase el párrafo 55). • Crecimiento económico inferior al promedio en comparación con sus pares, medido por una tendencia de crecimiento* del PIB real per cápita que se sitúa consistentemente muy por debajo de la tendencia de crecimiento de la mediana de sus pares en la misma categoría de PIB per cápita (generalmente 0.5% por abajo para una puntuación inicial de '1' y '2', 1% para una puntuación inicial de '3' y '4', y 1.5% para una puntuación inicial de '5') (véase el párrafo 59). • El crecimiento económico es resultado principalmente de la combinación de un incremento rápido en el crédito interno al sector privado y precios de activos ajustados por inflación, lo que indica una potencial burbuja de activos crediticios.§ • Economía muy volátil o concentrada derivada, por ejemplo, de la exposición significativa del país a una sola industria cíclica (que normalmente representa más de 20% del PIB). Este ajuste no aplica si la puntuación inicial es ya de '5' o '6', o para soberanos que cuentan con grandes activos líquidos del gobierno general para absorber esos <i>shocks</i> (posición de activos netos del gobierno general que excede el 50% del PIB) Véase el párrafo 61. 			
La puntuación económica es igual a la puntuación inicial, ajustada por un máximo de dos categorías, hacia arriba o hacia abajo, con base en el efecto neto de los factores de ajuste mencionados arriba.						
<p>Notas:</p> <p>* El cálculo de la tendencia de crecimiento se explica en el párrafo 56.</p> <p>¶ El más reciente, real, disponible.</p> <p>§ La medida de este factor de ajuste sigue la metodología del Análisis del Riesgo País de la Industria Bancaria (BICRA, por sus siglas en inglés) Véase el párrafo 60.</p>						

a) Niveles de ingreso

54. Standard & Poor's se enfoca en el PIB per cápita como la medida más destacada de los niveles de ingreso. Con un PIB per cápita más alto, un país tiene una base fiscal y de financiamiento potencialmente más amplia para extraer recursos, un factor que respalda en general la calidad crediticia. Para determinar la puntuación económica, usamos el PIB per cápita más reciente disponible en las estadísticas nacionales convertido a dólares de Estados Unidos. En los casos donde el PIB per cápita de un país fluctúa en torno a los límites de dos categorías de puntuación (vea la Tabla 4), entonces asignaríamos la puntuación basada en un promedio móvil de tres años del PIB per cápita.

55. La puntuación económica de un soberano estaría en una categoría mejor o peor que la puntuación inicial si el PIB per cápita en dólares no refleja de manera adecuada el nivel de ingresos del país debido a, respectivamente, una moneda sub o sobre valuada. Una moneda podría estar significativamente subvaluada, por ejemplo, cuando un país con un tipo de cambio no determinado por el mercado presenta superávits sostenidos en la cuenta corriente y registra considerables reservas utilizables (que de manera consistente cubren más de 12 meses de los pagos de la cuenta corriente). Por el contrario, una moneda podría estar significativamente sobrevaluada, por ejemplo, cuando un país con controles de capitales presenta consistentes déficits en la cuenta corriente.

b) Expectativas de crecimiento económico

56. La puntuación económica de un soberano puede situarse en una categoría abajo o arriba respecto de la puntuación inicial cuando sus perspectivas de crecimiento están muy por arriba o por debajo de las de sus pares en la misma categoría de PIB per cápita. El indicador clave del crecimiento económico es la tendencia de crecimiento del PIB real per cápita.

57. El término "tendencia de crecimiento" se refiere a las estimaciones de la tasa a la que el PIB puede crecer de manera sostenible durante un período extenso, en otras palabras, sin crear presiones inflacionarias, burbujas de activos u otros desequilibrios económicos. Tales estimaciones generalmente se derivan de observaciones empíricas que se basan en el pasado reciente y en tendencias históricas de más largo plazo, e intentan revisar a través de las fluctuaciones de un ciclo económico, atenuando los puntos máximos y mínimos de la producción durante el período analizado. Nuestro análisis se enfoca en el crecimiento del PIB per cápita a fin de normalizar el crecimiento generado más por cambios en la población que en la productividad.

58. Para formar el indicador de la tendencia de crecimiento utilizado en la Tabla 4, los criterios usan el crecimiento promedio base del PIB real per cápita de un país durante un periodo de 10 años, que generalmente cubre al menos un ciclo económico (incluyendo un periodo de expansión económica y uno de contracción). Más específicamente, la tendencia de crecimiento del PIB real per cápita es el promedio de seis años de datos históricos, nuestra estimación para el año en curso y los pronósticos de tres años. El dato más reciente registrado para un año, la estimación del año en curso y los pronósticos se ponderan como 100%, mientras que a los años anteriores se les asigna una ponderación menor a fin de evitar un efecto de pendiente vertical cuando de manera excepcional un año sale fuera del promedio de 10 años. La fuente de la información histórica son las estadísticas nacionales. Nuestra estimación y los pronósticos se derivan de las previsiones del gobierno, las proyecciones del FMI y de otras fuentes, y de la identificación de los principales factores que consideramos podrían dar lugar a un cambio en el crecimiento futuro en comparación con la tendencia histórica. El cálculo de la tendencia de crecimiento se ajusta por los renglones extraordinarios tales como los cambios en la base estadística o una inversión considerable de única vez.

59. A fin de derivar la tasa mediana de crecimiento en el PIB real per cápita para un grupo de países pares, utilizada en la Tabla 4, los criterios utilizan los datos de Standard & Poor's y el FMI para casi todos los países calificados y no calificados. Derivamos una tasa mediana de crecimiento para los países con una puntuación económica inicial de '1' o '2' (PIB per cápita de más de US\$25,000), una para los países con una puntuación económica inicial de '3' o '4' (PIB per cápita entre US\$5,000 y US\$25,000), y una para los países con una puntuación económica inicial de '5' o '6' (PIB per cápita inferior a US\$5,000). Hemos observado que los países en esas categorías combinadas tienen niveles de crecimiento relativamente comparables y que las estadísticas para categorías más reducidas de pares son menos significativas.

60. La puntuación económica de un soberano se situaría en una categoría por debajo de la inicial, cuando el crecimiento del PIB parezca estar impulsado en gran parte por un rápido incremento del crédito bancario interno al sector privado, en combinación con un crecimiento sostenido en los precios de los activos ajustados por inflación, lo que indica la vulnerabilidad ante una potencial burbuja de activos alimentada por el crédito. Medimos este factor de acuerdo con lo establecido en la metodología BICRA (véase "*Request for Comments: Methodology For Determining Banking Industry Country Risk Assessments*", publicado el 13 de mayo de 2010).

c) Diversidad económica y volatilidad

61. Finalmente, un soberano expuesto a una significativa concentración económica y volatilidad en comparación con sus pares, recibe una puntuación económica que se encuentra en una categoría más baja que la inicial. Para precisar, la puntuación económica de un soberano estaría en una categoría más baja si tiene una exposición significativa a una sola industria cíclica (generalmente que represente más de un 20% del PIB), o si su actividad económica fuera vulnerable debido a una exposición constante a desastres naturales o a condiciones climatológicas adversas. Sin embargo, la puntuación no recibiría ningún ajuste si el país tiene una puntuación económica inicial de '5' o '6' o si muestra activos líquidos netos del gobierno general muy grandes (en general, de más de 50% del PIB), que puedan usarse para mitigar el efecto de esta volatilidad. La concentración económica y la volatilidad son importantes porque una estructura económica con una base estrecha tiende a estar correlacionada con una variación mayor en el crecimiento de lo que es típico de una economía más diversificada. Los ciclos económicos pronunciados tienden a probar la flexibilidad de la política económica más severamente y a afectar el balance del gobierno de manera más significativa que los ciclos económicos planos.

3. Puntuación externa

62. La puntuación externa refleja la capacidad de un país para generar las divisas necesarias para cumplir con sus obligaciones de los sectores público y privado con los no residentes. Se refiere a las transacciones y a las posiciones de todos los residentes (entidades de los sectores público y privado) frente a las de los no residentes, porque es la totalidad de estas transacciones lo que afecta al tipo de cambio de la moneda de un país.

63. Son tres los factores que conducen a la puntuación externa de un país:

- El estatus sobre el uso de la moneda de un soberano en transacciones internacionales.
- La liquidez externa del país, que ofrece una indicación de la capacidad de la economía para generar las divisas necesarias para cumplir con sus obligaciones de los sectores público y privado con los no residentes,
- El endeudamiento externo del país, que muestra los activos y pasivos de los residentes (en moneda extranjera y local) en comparación con los del resto del mundo.

a) Estatus sobre el uso de una moneda en transacciones internacionales

64. El primer paso en la evaluación de la puntuación externa se refiere al grado en que la moneda de un soberano se utiliza en transacciones internacionales. El criterio asigna una puntuación de liquidez externa más alta a los soberanos que controlan una "moneda de reserva" o una "moneda negociada activamente". Estos soberanos tienen un atributo común: sus monedas se usan (ampliamente en el caso de monedas de reserva) en transacciones financieras fuera de sus propias fronteras, lo que significa que son menos vulnerables a los cambios en las carteras de tenencias de deuda de los inversionistas en comparación con otros países. A su vez, el uso internacional de estas monedas se deriva de (i) la credibilidad de las políticas e instituciones de los países, (ii) la fortaleza de sus sistemas financieros, (iii) el tamaño y apertura de los mercados de capitales de los países con tasas de interés y tipo de cambio determinados por el mercado, y (iv) el uso de sus monedas como unidades de cuenta en los mercados mundiales de capitales. Estas características pueden llevar la deuda externa de estos soberanos a niveles relativamente altos. Pero esto no presenta riesgos en la misma medida para los países con monedas negociadas menos activamente, porque el marco de políticas de estos soberanos puede preservar más fácilmente la confianza de los inversionistas extranjeros. Los criterios diferencian entre soberanos con monedas de reserva y los que tienen monedas negociadas activamente de la siguiente manera.

65. **Soberanos con una moneda de reserva.** Un soberano en esta categoría se beneficia de una moneda que representa más de 3% de las reservas internacionales totales del mundo con base en el reporte del FMI “*Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves*”, y la influencia política y económica mundial del soberano respalda esta demanda oficial. La demanda por la deuda de los soberanos que controlan monedas de reserva tiende a aumentar en períodos de estrés económico (lo que se conoce como “fuga hacia la calidad”). En el momento de redactar estos criterios, esta categoría de soberanos incluye a Estados Unidos, Reino Unido, Japón, Francia y Alemania. Los últimos dos, que son los mayores miembros de la eurozona, se benefician, en nuestra opinión, del estatus de moneda de reserva del euro. Dado que individualmente representan más de 20% del PIB de la zona, es poco probable que la posición monetaria del Banco Central Europeo (BCE) esté en desacuerdo de sus fundamentos económicos por mucho tiempo, como ocurrió con algunos de los miembros menores de la UME que se vieron afectados por grandes burbujas de financiamiento.

66. **Soberanos con una moneda negociada activamente.** Un soberano en esta categoría se beneficia de una moneda que representa más de 1% de la facturación del mercado mundial de divisas, con base en el reporte “*Triennial Central Bank Survey*” del Banco de Pagos Internacionales (BPI), y que no es una moneda de reserva conforme a la definición anterior. Al elaborar estos criterios, esta categoría incluye a Australia, Suiza, Canadá, Hong Kong, Suecia, Nueva Zelanda, Corea, Singapur, Noruega y México. También incluimos todos los países de la eurozona, con la excepción de Francia y Alemania, que se incluyen en la categoría anterior. Sin embargo, esta lista también puede variar.

67. Para los países con una moneda de reserva o una moneda negociada activamente, el análisis se enfoca en un indicador de endeudamiento externo, definido como el índice de deuda externa neta en sentido estricto a ingresos de la cuenta corriente, como se explica en el párrafo 73 y se muestra en la Tabla 5. Una posición monetaria más flexible de estos países permite una menor acumulación de reservas y mayores niveles de deuda de corto plazo en comparación con los soberanos con menos flexibilidad monetaria, restándole importancia a la comparación cuantitativa basada en un índice de liquidez externa (descrito en el párrafo).

68. Para los otros países, los criterios combinan la evaluación de la posición de inversión internacional de un soberano con el análisis de su liquidez externa para derivar su puntuación externa inicial (véase la Tabla 5).

b) Liquidez externa

69. El indicador clave de la liquidez externa de un país es el índice de “requerimientos de financiamiento externo bruto” a la suma de los ingresos de la cuenta corriente más reservas internacionales oficiales utilizables (vea el glosario en el Apéndice A).

70. Los “requerimientos de financiamiento externo bruto” en la Tabla 5 es el promedio de un período que cubre las estimaciones del año en curso y los pronósticos para los próximos dos a tres años. Standard & Poor's proyecta los requerimientos de financiamiento externo bruto de un país, comenzando con el histórico de la balanza de pagos del país y su posición de inversión internacional, los pronósticos oficiales del propio banco central y del gobierno (si están disponibles) y los de economistas independientes y del FMI. Además, Standard & Poor's realiza su propia estimación de las necesidades de financiamiento externo bruto de un soberano con base en la información sobre las importaciones esperadas del país, los términos de intercambio comercial, y la estructura de la deuda externa. Cuando los datos de la composición de los plazos de la deuda externa del sector privado no están disponibles, Standard & Poor's hace estimaciones basadas en la observación de las posiciones de inversión internacional de otros países en etapas de desarrollo similares, cuando la información está disponible. En los casos en que consideramos que los elementos extraordinarios (es decir, los elementos que tienen una baja probabilidad de repetirse en los próximos tres a cinco años) distorsionan el promedio del período, entonces la puntuación se basa en el nivel de la liquidez externa futura ajustado por los elementos extraordinarios.

71. Las reservas internacionales utilizables representan la suma de los activos líquidos en moneda extranjera de no residentes bajo el control del banco central más las tenencias de oro. El cálculo de las reservas internacionales utilizables se explica en el Apéndice A. Para la mayoría de los soberanos, las reservas internacionales utilizables sirven como un colchón financiero durante períodos de estrés de la balanza de pagos. Sin embargo, los soberanos con regímenes cambiarios de libre flotación y mercados cambiarios profundos comúnmente tienen un bajo nivel de reservas. Generalmente, no se requiere que sus bancos centrales sean vendedores de divisas de último recurso, y los problemas de refinanciamiento de un único deudor no amenazan el régimen cambiario.

c) Endeudamiento externo

72. El indicador clave de Standard & Poor's para medir el endeudamiento externo de un país es el índice de "deuda externa neta en sentido estricto" a la suma de los ingresos de la cuenta corriente (véase el glosario en el Apéndice A).

73. El término "en sentido estricto" en la descripción de la deuda externa neta se refiere a un indicador más conservador que algunas definiciones internacionales ampliamente utilizadas de la deuda externa neta. El cálculo de la "deuda externa neta en sentido estricto" resta de la deuda externa bruta solamente los activos externos más líquidos de los sectores público y financiero (véase el Apéndice A para más detalles de este cálculo). Los criterios usan esta definición especial por dos razones. Primero, los activos del sector financiero generalmente son más líquidos que los del sector privado no financiero. En segundo lugar, la mayoría de las instituciones financieras manejan activos y pasivos externos, lo que no es el caso para muchas entidades del sector privado no financiero, algunas de las cuales podrían ser principalmente tenedores de activos y otros principalmente tenedores de pasivos. En un escenario a la baja, las entidades del sector privado pueden transferir sus activos en el sistema financiero local a cuentas en el exterior.

74. La puntuación externa de un soberano es igual a la puntuación inicial tal como se deriva de la Tabla 5, ajustada por hasta dos categorías con base en el efecto neto de los factores cualitativos positivos y negativos listados en la tabla. Los párrafos después de la tabla ofrecen una explicación detallada para cada factor de ajuste.

Tabla 5. Evaluación de la puntuación externa de un soberano
En una escala de 1 a 6, de más fuerte a más débil

		Soberanos con una moneda de reserva	Soberanos con una moneda negociada activamente	Otros soberanos: indicador de la liquidez externa de un país			
				Requerimientos de financiamiento externo bruto / (ingresos de la cuenta corriente + reservas utilizables)¶			
				inferior a 50%	50-100%	100-150%	más de 150%
Indicador del endeudamiento externo de un país: Deuda externa neta en sentido estricto (activos) / Ingresos de la cuenta corriente (%) *	Inferior a 50%	1	1	1	1	1	2
	0-(50)%	1	1	1	1	2	3
	0-50%	1	2	1	2	3	4
	50-100%	2	2	2	3	4	5
	100-150%	2	3	3	4	5	5
	150-200%	3	4	4	5	5	6
	Más de 200%	3	4	5	6	6	6
Factores de ajuste positivo				Factores de ajuste negativo			
<p>Los siguientes factores tienen un impacto de una categoría en la puntuación externa inicial (véase el párrafo 76):</p> <ul style="list-style-type: none"> ● Soberanos que muestran una posición externa neta significativamente más fuerte. Se realiza un ajuste cuando la posición de inversión internacional neta es consistentemente superior a la deuda externa neta en sentido estricto en 100% de los ingresos de la cuenta corriente debido a importantes activos líquidos en el sector privado no financiero. ● Soberanos con una moneda negociada activamente que registran consistentes superávits en la cuenta corriente. 				<p>Los siguientes factores tienen un impacto de una categoría en la puntuación externa inicial (véase el párrafo 76):</p> <ul style="list-style-type: none"> ● Países expuestos a un riesgo de deterioro marcado en el financiamiento externo generado por: (i) una reducción repentina en la disponibilidad de financiamiento oficial, (ii) una reducción repentina de las líneas interbancarias internacionales, (iii) una pérdida repentina de depósitos de no residentes, (iv) un cambio repentino en la inversión extranjera directa o en las inversiones de cartera. ● Países expuestos a una volatilidad significativa en los términos de intercambio, medida por la desviación estándar del cambio en los términos de intercambio que consistentemente rebasa el 10%§ (a menos que el país tenga una posición de activos externos netos que represente más del 50% de los ingresos de la cuenta corriente para compensar esta volatilidad). ● Países en los que una baja deuda externa refleje limitaciones a la deuda. ● Países con inconsistencias importantes en la información. ● Soberanos con una moneda negociada activamente que registren elevados déficits en la cuenta corriente (consistentemente de más de 10% de los ingresos de la cuenta corriente) o con una importante deuda externa de corto plazo (que exceda el 100% de los ingresos de la cuenta corriente) <p>El siguiente factor tiene un impacto de dos categorías en la puntuación externa inicial:</p> <ul style="list-style-type: none"> ● Soberanos con una moneda negociada activamente que registren elevados déficits en la cuenta corriente (consistentemente de más de 20% de los ingresos de la cuenta corriente). 			

La puntuación externa de un soberano es igual a la puntuación inicial tal como se deriva de la Tabla 5, ajustada por hasta dos categorías con base en el efecto neto de los factores de ajuste mencionados arriba.

Notas:

* Basados en la estimación del año en curso y la tendencia esperada para los próximos dos a tres años.

¶ Basados en el promedio de la estimación del año en curso y los pronósticos de tres años.

§ La desviación estándar se calcula con base en los datos de los últimos 10 años, ajustados por elementos extraordinarios.

d) Ajustes por la tendencia y composición del financiamiento de la balanza de pagos

75. alguna de las siguientes dos condiciones mejora la puntuación externa de un soberano en una categoría como se muestra en la Tabla 5:

- El soberano controla una moneda negociada activamente y muestra un superávit en la cuenta corriente en promedio durante el último año, el año en curso y los pronósticos de los próximos dos años.
- El país tiene importantes activos líquidos del sector privado no financiero e inversión directa neta generadora de ingresos. Esto se refleja en una posición de inversión internacional neta que es más favorable que la posición de deuda externa neta en sentido estricto en más de 100% de los ingresos de la cuenta corriente.

76. Una de las siguientes condiciones debilita la puntuación externa de un soberano en una categoría como se muestra en la Tabla 5:

- El soberano tiene una moneda negociada activamente y registra elevados déficits en la cuenta corriente (consistentemente de más de 10% de los ingresos de la cuenta corriente), lo que probablemente indica un problema estructural (falta de competitividad o economía interna sobreapalancada, o ambos) o su deuda externa de corto plazo generalmente excede 100% de los ingresos de la cuenta corriente)
- Hay un riesgo de deterioro marcado en el financiamiento externo, con base en la evaluación cualitativa de los siguientes factores: (i) una reducción repentina en la disponibilidad de financiamiento oficial debido a la falta de cumplimiento con las condiciones del programa (para los países que dependen del FMI o tienen un programa similar), (ii) una reducción repentina de las líneas interbancarias internacionales debido a las percepciones de un creciente estrés en el sector financiero, (iii) una pérdida repentina de depósitos de no residentes, debido a la importancia de los depósitos de no residentes en relación con el tamaño, concentración y vulnerabilidades del sistema bancario nacional. Esta pérdida repentina puede traducirse en un cambio generalizado en el entorno regulatorio o en eventos específicos en un país que dañen su reputación como un centro financiero internacional estable. Este riesgo se ve más exacerbado si estos depósitos de no residentes corresponden a préstamos locales; (iv) un cambio repentino en la inversión extranjera directa o en las inversiones de cartera, especialmente en los países donde la posición de pasivos externos netos es sustancialmente peor que la posición de deuda externa neta en sentido estricto (en más de 100% de la cuenta corriente).
- El país está expuesto a una volatilidad significativa en los términos de intercambio (véase el Apéndice A) debido a una base exportadora reducida o concentrada (incluyendo los países exportadores de materias primas), medida, por ejemplo, por la desviación estándar del cambio en los términos de intercambio que rebasa el 10%, a menos que el país tenga una importante posición de activos externos netos (de más del 50% de los ingresos de la cuenta corriente) para compensar esta volatilidad.
- El país tiene una baja deuda externa o bajos requerimientos de financiamiento externo que reflejan limitaciones al endeudamiento tales como la falta de acceso al mercado, una reestructura reciente de deuda (para mejorar el perfil de vencimientos), condonación de deuda, u otras características similares, todas las cuales sugieren la presencia de vulnerabilidades externas a pesar de sus aparentes índices sólidos. O el país tiene atrasos en el pago de su deuda externa oficial.
- La balanza de pagos del país tiene descalces importantes entre los saldos y flujos o existen otras brechas/inconsistencias entre la balanza de pagos y la posición de inversión internacional.

e) Consideraciones específicas para miembros de uniones monetarias

77. Cada soberano que pertenezca a una unión monetaria recibe una puntuación externa con base en su desempeño externo individual, usando la Tabla 5 y dependiendo de la moneda de la unión. Esto se debe a que las situaciones de liquidez externa y balance de los miembros de una unión monetaria pueden variar en gran medida, a pesar de que todos ellos compartan una moneda común y mercados de capitales comunes. Cuando un miembro de la unión monetaria muestra un déficit considerable y sostenido de la cuenta corriente, no es probable que le sigan presiones cambiarias ya que los movimientos cambiarios son más probables en función de las características políticas y económicas de la unión en su conjunto. Sin embargo, un déficit grande y sostenido de la cuenta corriente de uno de los miembros puede ser un signo de una inadecuada competitividad o de una economía local sobre-apalancada, o ambos. Es poco probable que la pérdida de competitividad mejore mediante ajustes del tipo de cambio y las mejoras podrían requerir un período prolongado de crecimiento lento, posiblemente con implicaciones deflacionarias. Por el contrario, los superávits de la cuenta corriente podrían ser una señal de fuerte competitividad y apuntalar una sólida posición de acreedor externo.

f) Impacto del financiamiento oficial

78. La participación de un soberano en un programa oficial, como los programas del FMI, pueden afectar la evolución de su desempeño externo. Los programas del FMI que sean exitosos pueden traducirse en el rompimiento de una tendencia descendente o en una mejora gradual en el desempeño externo de un país, lo que se reflejaría mediante los pronósticos usados para asignar la puntuación externa en la Tabla 5. Los programas del FMI y otros oficiales son buscados normalmente por los soberanos en países con presiones de financiamiento externo. A menudo, los gobiernos deciden buscar programas como una forma de cobertura política para las decisiones difíciles de política económica o como una manera de atender los repuntes temporales o potenciales en el costo del financiamiento externo. Los aspectos crediticios favorables de un programa que ofrece recursos incluyen financiamiento externo de bajo costo, la adopción de políticas probablemente para atender fuentes de estrés y mejora de los fundamentos, y diversas formas de asistencia técnica. Sin embargo, la implementación de los programas no siempre es exitosa, porque generalmente representa un desafío en un entorno político y económico difícil. En algunos casos, posteriormente se presentan incumplimientos del soberano.

4. Puntuación fiscal

79. La puntuación fiscal refleja la sustentabilidad de los déficits y el nivel de deuda de un soberano. Este indicador considera la flexibilidad fiscal, las tendencias y vulnerabilidades fiscales de largo plazo, la estructura de la deuda y el acceso al financiamiento, así como los riesgos potenciales derivados de los pasivos contingentes.

80. Dadas las muchas dimensiones que captura esta puntuación, el análisis se divide en dos segmentos, “flexibilidad y desempeño fiscal” y “nivel de deuda”, a los que les damos puntuaciones por separado. La puntuación general de este factor de calificación es el promedio de los dos segmentos.

a) Flexibilidad y desempeño fiscal

81. Para determinar la puntuación de flexibilidad y desempeño fiscal de un soberano, estos criterios primero derivan una puntuación inicial con base en el cambio prospectivo de la deuda nominal del gobierno general calculada como porcentaje del PIB (vea el párrafo 82).

Posteriormente, la puntuación inicial se ajusta de manera positiva o negativa en hasta dos categorías, con base en los factores listados en la tabla a continuación. Esos factores están relacionados con la flexibilidad fiscal y vulnerabilidades de un gobierno, así como con las tendencias de largo plazo (véanse los párrafos 85 a 88).

Tabla 6. Evaluación de la puntuación de flexibilidad y desempeño fiscal de un soberano
En una escala de 1 a 6, de más fuerte a más débil

Cambio en la deuda del gobierno general como porcentaje del PIB*	<0%	0%-3%	2-4%	3%-5%	4%-7%	>6%
Puntuación inicial	1	2	3	4	5	6
Factores de ajuste positivo			Factores de ajuste negativo			
<p>Los siguientes factores tienen un impacto de una categoría en la puntuación fiscal inicial:</p> <ul style="list-style-type: none"> ● Gobiernos con grandes activos líquidos, medidos con base en activos líquidos del gobierno general que normalmente representan más de 25% del PIB. ● Capacidad del gobierno para aumentar los ingresos del gobierno general y/o para reducir los gastos del gobierno general en el corto plazo, normalmente en más de un 3% del PIB. Este factor se basa en una evaluación cualitativa de la política e historial de un gobierno y considera los diversos impedimentos constitucionales, políticos y administrativos, así como las consecuencias económicas o sociales de tales medidas. 			<p>Los siguientes factores tienen un impacto de una categoría en la puntuación fiscal inicial:</p> <ul style="list-style-type: none"> ● Ingresos insostenibles o volátiles que podrían impulsar el desempeño fiscal durante el periodo promedio, medidos con base, por ejemplo, en una amplia participación de los ingresos fiscales (en general de más de 25% de los ingresos) vinculados a un sector potencialmente volátil, como bienes raíces o materias primas. ● Capacidad limitada del gobierno para aumentar los ingresos del gobierno general en el corto plazo debido a problemas en la recaudación fiscal derivados de la existencia de una amplia economía informal o un bajo cumplimiento. Déficits en servicios básicos e infraestructura (educación salud, nivel de vida) que pueden generar presiones de mediano y largo plazo sobre el gasto, como se refleja, por ejemplo en el índice de desarrollo humano "mediano" o "bajo" del PDNU. Presiones de mediano plazo no atendidas sobre los gastos relacionados con el envejecimiento de la población. 			
<p>La puntuación de flexibilidad y desempeño fiscal es igual a la puntuación inicial ajustada, positiva o negativamente, por un máximo de dos categorías con base en el efecto neto de los factores de ajuste mencionados arriba.</p>						
<p>Notas: *Con base en el promedio de la estimación del año en curso de Standard & Poor's y el pronóstico de tres años. Cuando el incremento en la deuda del gobierno general de un soberano como porcentaje del PIB puede corresponder a dos posibles categorías, entonces la puntuación inicial se decide con base en la tendencia del desempeño fiscal del gobierno. Por ejemplo, un soberano con un cambio promedio en la deuda del gobierno general a PIB de 2.9% durante un periodo de cuatro años, podría recibir una puntuación inicial de '2' o '3'. Si la tendencia del déficit durante el periodo es a la baja, entonces el soberano recibiría una puntuación inicial de '2'. Si la tendencia es de incremento, entonces la puntuación inicial sería '3'.</p>						

Desempeño fiscal

82. El indicador clave del desempeño fiscal de un gobierno es la variación en el saldo de la deuda del gobierno general durante el año, expresado como porcentaje del PIB en ese año.

Consideramos que este es un mejor indicador del desempeño fiscal que el déficit reportado. El déficit a veces está afectado por consideraciones políticas y de otro tipo, que posiblemente generan incentivos fuertes para mover los gastos fuera del presupuesto. El cálculo de este índice se explica en el Apéndice A.

83. La variación en la deuda del gobierno general usada en la Tabla 6 corresponde al promedio de la estimación del año en curso y los pronósticos para los próximos tres años. Nuestra estimación del año en curso y los pronósticos se establecen primero con la revisión de las proyecciones del propio gobierno, así como las de instituciones externas como el FMI y luego, hacemos ajustes cuando es necesario, para reflejar el impacto de las expectativas de crecimiento económico (vea la sección VI.C.2) o la presencia de riesgos contingentes. En los casos en que el promedio del período está distorsionado por elementos extraordinarios que probablemente no se repitan en los próximos tres a cinco años, la puntuación se basa en la variación de la deuda del gobierno general ajustada por los elementos extraordinarios.

84. El criterio se enfoca en las medidas a nivel del gobierno general, constituido por los conjuntos de los gobiernos, nacionales, regionales y locales, incluyendo la seguridad social y eliminando las transacciones intergubernamentales. Este indicador captura mejor el impacto económico de la posición de la política fiscal y está más estrechamente alineado con asuntos relacionados con la estabilidad macroeconómica y el crecimiento económico. Además, los indicadores del gobierno general constituyen la comparación más útil debido a que la división de la autoridad recaudatoria y la responsabilidad del gasto es diferente entre los países, mientras que todos los niveles de gobierno dependen en última instancia de la misma población para que pague impuestos. Además, un soberano generalmente tiene la mayor influencia sobre la distribución de las responsabilidades del sector público entre los diferentes niveles de gobierno.

Flexibilidad fiscal, tendencias fiscales de largo plazo y vulnerabilidades

85. La flexibilidad fiscal da a los gobiernos el “margen de maniobra” para mitigar el impacto de las desaceleraciones económicas u otros *shocks* y para restaurar su balance fiscal. Por otra parte, las finanzas gubernamentales también pueden estar sujetas a vulnerabilidades o a desafíos fiscales de largo plazo y tendencias que probablemente dañen su desempeño fiscal. La evaluación de la flexibilidad de un soberano en sus ingresos y gastos, vulnerabilidades y tendencias de largo plazo, es principalmente cualitativa.

86. Alguna de las siguientes condiciones mejora la puntuación de flexibilidad y desempeño fiscal de un soberano en una categoría, según se muestra en la Tabla 6:

- El gobierno puede y está dispuesto a incrementar los ingresos mediante aumentos en las tasas de los impuestos, en la cobertura tributaria o a través de ventas de activos en el corto plazo. La flexibilidad de los ingresos es una evaluación cualitativa que se base en la política o historial de un gobierno, pero también considerando las potenciales dificultades constitucionales, políticas o administrativas, así como las posibles consecuencias económicas o sociales de tales medidas.
- El gobierno puede y está dispuesto a reducir los gastos del gobierno general en el corto plazo a pesar del impacto económico, social o político. La flexibilidad en el gasto puede determinarse mediante una revisión en el nivel y tendencia de los salarios del sector público y de los gastos sociales (pensiones, atención de la salud), su combinación de gastos operativos y de inversión, y la trayectoria y política del gobierno respecto a la implementación de los recortes al gasto cuando sea necesario.
- El gobierno tiene activos líquidos disponibles para mitigar el impacto de los ciclos económicos sobre su desempeño fiscal.

87. Alguna de las siguientes condiciones debilita la puntuación de flexibilidad y desempeño fiscal de un soberano en una categoría, según se muestra en la Tabla 6:

- La base de ingresos del gobierno es volátil, debido, por ejemplo, a una alta dependencia de los impuestos en el segmento de bienes raíces o de regalías sobre las industrias extractivas (generalmente de más de 25% de los ingresos).
- El gobierno tiene una capacidad limitada para aumentar los ingresos tributarios, debido, por ejemplo, a la existencia de una amplia economía informal o a la aplicación de tasas bajas de recaudación, lo que hace poco efectiva la aplicación de un incremento en los impuestos.
- El país presenta un importante déficit de servicios básicos a la población y de infraestructura, lo que probablemente se refleja en presiones sobre el gasto para una largo periodo, observado, por ejemplo, en un índice de desarrollo humano del PDNU “medio” o “bajo”.

88. **Gastos relacionados con el envejecimiento de la población.** El cambio demográfico y el envejecimiento de la población serán, y en algunos casos ya son, los principales desafíos para las finanzas públicas en muchos países. Los gobiernos se enfrentan a una caída de la proporción de la población en edad laboral y al aumento de los desembolsos para partidas de gasto relacionadas con el envejecimiento, tales como pensiones y atención a la salud. Mientras que estas cargas son sustanciales en muchos casos, generalmente alcanzarán su nivel máximo en un horizonte de 10 a 20 años, y están aumentando gradualmente, en lugar de cambiar repentinamente (vea "*Global Aging 2010: An Irreversible Truth*", publicado el 7 de octubre de 2010). En consecuencia, en algunos casos, consideramos que estos detonadores potenciales de desequilibrios fiscales futuros se encuentran suficientemente lejos en el tiempo para dar a los gobiernos el tiempo suficiente para tomar medidas para remediarlos. Cuando este no sea el caso, reflejaríamos las presiones presupuestarias relacionadas con el envejecimiento en nuestra evaluación de la flexibilidad fiscal de un gobierno y en nuestras proyecciones presupuestarias (vea la Tabla 6).

b. Nivel de la deuda

89. La puntuación del nivel de deuda refleja nuestra opinión sobre la sustentabilidad del nivel de deuda prospectivo de un soberano. Los factores que favorecen esta puntuación son: el nivel de deuda, el costo de la deuda en relación con el crecimiento de los ingresos, y la estructura de deuda y acceso a financiamiento. Esta puntuación también refleja los riesgos derivados de los pasivos contingentes que potencialmente podrían convertirse en deuda gubernamental si se materializan.

90. La combinación de esos factores determina la puntuación de nivel de la deuda como se muestra en la Tabla 7. Los criterios derivan una puntuación inicial a partir de dos indicadores clave del nivel de deuda del gobierno general y el costo de la deuda (vea la Tabla 7). Luego, la puntuación inicial se ajusta positivamente en hasta una categoría o negativamente en hasta tres categorías, con base en nuestro análisis de la estructura de deuda del gobierno, su acceso al financiamiento y los pasivos contingentes.

Tabla 7 – Evaluación de la puntuación de nivel de deuda de un soberano En una escala del 1 al 6, del más fuerte al más débil							
		Nivel de deuda					
		Deuda neta del gobierno general como porcentaje del PIB [¶]					
Costo de la deuda	Gastos de intereses del gobierno general como porcentaje de sus ingresos*	Debajo de 30%	30% - 60%	60% - 80%	80% - 100%	>100%	
		Debajo de 5%	1	2	3	4	5
		5% - 10%	2	3	4	5	6
		10% - 15%	3	4	5	6	6
		Más de 15%	4	5	6	6	6
Factores de ajuste positivo			Factores de ajuste negativo				
<p>Para los soberanos con una posición de deuda neta, la puntuación de deuda se encuentra en una categoría por arriba de la inicial si consideramos que las necesidades de refinanciamiento de un gobierno probablemente serán cubiertas con financiamiento oficial durante los próximos dos a tres años (véase el párrafo 96).</p>			<p>Para los soberanos con una posición de deuda neta, la puntuación de deuda se encuentra en una categoría por abajo de la inicial si se cumplen al menos dos de las siguientes cuatro condiciones (véase el párrafo 94):</p> <ul style="list-style-type: none"> ● Más del 40% de la deuda bruta está denominada en moneda extranjera o el vencimiento promedio es generalmente menor de tres años. ● Las tenencias de los no residentes consistentemente superan el 60% de la deuda comercial del gobierno centra. ● El perfil del servicio de la deuda está sujeto a variaciones importantes. Una gran proporción del balance del sector bancario residente es deuda del gobierno central (más de 20%). 				
Ajustes negativos por pasivos contingentes:							
<p>La puntuación del nivel de deuda se sitúa una categoría por abajo que la ajustada cuando los pasivos contingentes son "moderados"; dos categorías por abajo cuando son "elevados"; y tres niveles cuando son "muy elevados", de acuerdo con la Tabla 8.</p>							
<p>La puntuación del nivel de deuda es igual a la puntuación inicial, ajustada positiva o negativamente, por un máximo de tres categorías con base en el efecto neto de los factores de ajuste indicados arriba.</p>							
<p>Notas * Con base en el promedio de la estimación del año en curso y los pronósticos de tres años. ¶ Con base en la estimación del año en curso y la tendencia esperada para los próximos dos a tres años.</p>							

Nivel de deuda y costo de deuda

91. El análisis del nivel de deuda de un soberano, se enfoca en los siguientes dos indicadores:

- Intereses del gobierno general como porcentaje de sus ingresos, y
- Deuda neta del gobierno general como porcentaje del PIB.

92. El cálculo de la deuda neta del gobierno general (como se define en el Apéndice A) es en general más conservador que los indicadores nacionales de la deuda neta del gobierno general, ya que deduce solamente los activos más líquidos. Por ejemplo, no se deducen los siguientes activos: (i) reservas monetarias internacionales retenidas por el banco central que normalmente se retienen para propósitos de la balanza de pagos y no para apoyo presupuestario; (ii) préstamos a o inversiones en empresas con participación mayoritaria del gobierno; y (iii) otros activos cuya liquidez consideramos que podría verse afectada en un escenario de estrés soberano.

93. La carga de deuda de un soberano se evalúa en relación con sus otras características crediticias, como explicamos en las subsecciones VI.A y VI.B, más que como un detonador absoluto de un nivel determinado de calificación. Los gobiernos pueden permitirse diferentes niveles de deuda, en función de sus otras características crediticias. En particular, el nivel de deuda que un gobierno puede sostener está afectado por su flexibilidad monetaria y fiscal, por las características de su mercado de capitales local, y por la credibilidad que ha establecido en períodos previos de estrés. Un soberano con una trayectoria intachable de honrar sus obligaciones de deuda, una economía en crecimiento, y un sólido mercado local de capitales que proporcione financiamiento de largo plazo, basado en el mercado, con un costo bajo suficiente, puede sostener una carga de deuda más alta que un soberano con índices más bajos de deuda a PIB, pero con cargas de servicio de deuda más altas y más variables. Por el contrario, los niveles bajos de deuda pueden reflejar una carencia de opciones de financiamiento y elevados costos de intereses, o, en algunos casos, reestructuraciones de deuda, más que flexibilidad fiscal. Algunos gobiernos con niveles de deuda relativamente bajos han caído en incumplimiento.

94. Para los soberanos con una posición de deudor fiscal, la puntuación de deuda se encuentra una categoría por abajo de la inicial si se cumplen al menos dos de las siguientes cuatro condiciones:

- La deuda del gobierno central tiene una exposición importante a movimientos cambiarios y al riesgo de refinanciamiento y, en promedio, más del 40% de la deuda está denominada en moneda extranjera o el vencimiento promedio es generalmente menor a tres años.
- Las tenencias de los no residentes consistentemente superan el 60% de la deuda comercial del gobierno central.
- El servicio de la deuda es vulnerable debido a un perfil de amortización que varía en más de 5% del PIB de un año a otro o debido a una posible aceleración de opciones de venta (*puts*) o detonadores de calificación.
- El balance del sector bancario residente tiene una gran proporción de deuda del gobierno central (más de 20%), lo que indica una capacidad limitada del sector bancario nacional para otorgar más financiamiento al gobierno central sin repercutir en el financiamiento al sector privado.

95. Estas medidas nos ayudan a evaluar la sensibilidad de un gobierno a un incremento en sus costos de refinanciamiento o en su riesgo de refinanciamiento. Se basan en información a nivel del gobierno central más que datos del gobierno general. Esto se debe a que las calificaciones del soberano se ocupan de la capacidad del gobierno central para repagar sus propias obligaciones financieras directas, y no las de otras entidades del sector público o gobierno locales y regionales incluidos en la información del gobierno general.

96. Cuando los acreedores oficiales bilaterales o multilaterales son o se espera que se conviertan en un componente importante de la base de acreedores de un gobierno, el acceso a este financiamiento oficial usualmente depende de la capacidad del gobierno para satisfacer las condiciones que imponen. Si es probable que el gobierno satisfaga esas condiciones y el financiamiento oficial siga fluyendo para cubrir las necesidades de financiamiento y refinanciamiento del gobierno, la puntuación de deuda se ajusta de manera positiva (véase la Tabla 7).

Pasivos contingentes

97. Los pasivos contingentes se refieren a las obligaciones que tienen el potencial de convertirse en deuda gubernamental o que pueden afectar más ampliamente la posición crediticia de un gobierno si se materializan. Algunos de estos pasivos pueden ser difíciles de identificar y medir, pero en general se pueden agrupar en tres amplias categorías:

- Pasivos contingentes relacionados con el sector financiero (banca pública y privada e instituciones financieras no bancarias);
- Pasivos contingentes relacionados con empresas no financieras del sector público (ENFSPs), y
- Garantías y otros pasivos contingentes y fuera del presupuesto.

98. En la Tabla 8, los pasivos contingentes relacionados con el sector financiero se evalúan mediante la estimación de las potenciales necesidades de recapitalización del sector bancario de un país en un escenario de estrés. Esta evaluación no incluye, sin embargo, el costo fiscal más amplio para un soberano que se derivaría de una desaceleración económica normalmente asociada con una crisis bancaria y, más específicamente, derivada de la pérdida de ingresos tributarios. Los episodios previos de crisis bancaria sistémica indican que estos costos pueden ser significativamente mayores para un soberano que el propio costo directo de recapitalización, aunque en grados que pueden variar ampliamente.

99. Como resultado de ello, las categorías de pasivos contingentes presentadas en la Tabla 8 a continuación van de “limitados” a “muy altos” y deben interpretarse como medidas relativas de riesgo. Ofrecen solamente un rango indicativo de los costos directos potenciales que podrían derivarse para un soberano de sus pasivos contingentes, frente al efecto fiscal más amplio que pueden tener. Esta es la razón de porque tal estimación de pasivos contingentes se usa como un calificador cuando evaluamos el nivel de deuda de un gobierno en la Tabla 7, y no como un indicador que podría simplemente agregarse al nivel de deuda existente del gobierno.

Tabla 8. Evaluación de los pasivos contingentes de un soberano	
Categorías de pasivos contingentes	<p>La evaluación de pasivos contingentes se basa en la suma de:</p> <ul style="list-style-type: none"> ● Costo estimado de la recapitalización de una crisis sistémica del sector financiero en un escenario de estrés* ● Respaldo soberano estimado para ENFSPs† Riesgos provenientes de otras garantías, pasivos contingentes y fuera de presupuesto.
Limitados	Menos de 30% del PIB
Moderados	Entre 30% y 60% del PIB
Altos	Entre 60% y 80% del PIB
Muy altos	Más de 80% del PIB
<p>Notas: *El cálculo se explica en los párrafos 100 y posteriores. † El cálculo se explica en los párrafos 104 y posteriores. ENFSPs – Empresas no financieras del sector público. PIB – Producto Interno Bruto.</p>	

100. **Pasivos contingentes relacionados con el sector financiero.** El mayor de estos pasivos contingentes es el riesgo que plantea una crisis sistémica en el sector financiero. Los pasivos contingentes relacionados con el sector financiero se evalúan mediante la estimación de las necesidades potenciales de recapitalización en caso de una crisis bancaria sistémica en un escenario de estrés ‘A’. Dicho escenario, definido en el documento “Entendiendo las Definiciones de Calificaciones de Standard & Poor’s”, publicado el 3 de junio de 2009, corresponde a una caída del PIB de hasta 6%, con una tasa de desempleo que llega a 15% y una caída del mercado de valores de hasta 60%. Esta evaluación involucra varios pasos.

101. El primer paso consiste en estimar las pérdidas potenciales inesperadas en las que incurriría el sector bancario de un país durante un periodo de tres años usando tal escenario de estrés. Dicho cálculo usa el marco de capital ajustado por riesgo (RAC, por sus siglas en inglés) que se explica en “*Bank Capital Methodology And Assumptions*”, publicado el 6 de diciembre de 2010. El cálculo de las pérdidas en el RAC consiste en la estimación de los activos totales ponderados por riesgo de un banco, multiplicando sus principales exposiciones de riesgo por las ponderaciones de riesgo correspondientes establecidas como un porcentaje. Las ponderaciones de riesgo ajustan las exposiciones para reflejar nuestra opinión sobre su grado relativo de riesgo. Esto significa, que entre mayor sea el riesgo que vemos, mayor será la ponderación de riesgo que aplicamos. Las principales categorías de exposición en nuestro cálculo son riesgo crediticio, riesgo de mercado y riesgo operativo. Las ponderaciones de riesgo correspondientes se basan en nuestra Evaluación de Riesgo País de la Industria Bancaria (BICRAs, por sus siglas en inglés) de un país (véase “*Request for Comment: Methodology For Determining Banking Industry Country Risk Assessments*”, publicado el 13 de mayo de 2010). Este indicador se calcula utilizando la información de Standard & Poor’s sobre los bancos calificados y mediante la extrapolación de las pérdidas estimadas hacia el sector bancario agregado. Para los países que no cuentan con bancos calificados o tienen un número muy limitado que no es representativo de la industria bancaria, usamos la información del banco central para construir un balance simplificado del sector bancario agregado y aplicamos una ponderación por riesgo similar a la de los países que tienen el sector bancario más comparable.

102. El segundo paso calcula las necesidades potenciales de recapitalización para el sector bancario en dicho escenario de estrés. Este cálculo es la diferencia entre el capital ajustado total agregado de un sistema bancario y la suma de (a) las pérdidas RAC definidas antes y (b) el capital necesario para reconstituir una base de capital mínimo para el sector bancario local. Hemos fijado el capital mínimo ajustado por riesgo en 7% de los activos ponderados por riesgo, lo que corresponde al capital mínimo regulatorio de Capital Común Tier 1 de acuerdo con Basilea III (a menos que los parámetros nacionales difieran significativamente de dicho nivel).

103. Algunas instituciones financieras no bancarias (tales como las empresas de financiamiento, operadores de valores o aseguradoras) y las empresas no financieras del sector público (como los bancos de desarrollo, agencias de financiamiento a la exportación o instituciones de vivienda), que podrían no incluirse en el cálculo anterior, sí podrían afectar la posición crediticia de un soberano cuando tienen un tamaño considerable. En ausencia de estadísticas comparativas para esos sectores, la estimación de pasivos contingentes para tales entidades se realiza de manera individual utilizando un marco analítico similar al que describimos en el párrafo 100.

104. **Pasivos contingentes relacionados con empresas no financieras del sector público (ENFSPs).** Las ENFSPs pueden representar un riesgo para un soberano, ya que generalmente se establecen para promover políticas públicas y pueden experimentar una rentabilidad débil y estrechas bases de capital, lo cual puede hacerlas vulnerables ante circunstancias económicas adversas. Las ENFSPs incluyen la mayoría de las entidades relacionadas con el gobierno (ERGs) que están fuera del sector financiero. Son empresas que están bajo el control parcial o total del gobierno y que consideramos podrían verse afectadas, positiva o negativamente, por la intervención extraordinaria del gobierno durante períodos de estrés (véase “Criterios: Entidades relacionadas con el gobierno (ERGs)”, publicado el 2 de septiembre de 2010).

105. La evaluación de los pasivos contingentes relacionados con las ENFSPs aplica la estimación de pérdida bajo un escenario de contracción importante sobre el financiamiento de las ENFSPs a no residentes (sean empresas multilaterales, financieras o en los mercados de bonos internacionales) y a la emisión de bonos en el mercado local de las ENFSPs, según lo que dice el párrafo 100. (Se excluye el financiamiento que obtienen las ENFSP del sistema bancario para evitar una doble contabilidad). El financiamiento proveniente de las instituciones financieras locales ya se incluye en la estimación previa de pasivos contingentes relacionados con el sector financiero. Esta evaluación se centra en las ENFSPs más grandes (en general las que tienen una deuda de más de un 1% del PIB). Excluimos la deuda de las empresas que tienen un perfil crediticio individual (SACP, por sus siglas en inglés para *stand-alone credit profile*) que evaluamos en la categoría de grado de inversión (para más detalles sobre los SACP, vea “*Stand-Alone Credit Profiles: One Component Of A Rating*”, publicado el 1 de octubre 2010), sobre el que evaluamos la probabilidad ‘baja’ o ‘moderada’ de respaldo considerando nuestra metodología de ERGs.

106. **Garantías y otros pasivos contingentes y fuera del presupuesto.** Los pasivos contingentes incluyen otros tipos de riesgos, incluyendo garantías, cuando sea pertinente en nuestra opinión, tales como:

- La pérdida potencial estimada de las garantías soberanas formales o implícitas, que no se considera en las categorías anteriores.
- Operaciones cuasi-fiscales o extra-presupuestarias, como, por ejemplo, los fondos extra-presupuestarios, bursatilizaciones, y asociaciones público-privadas.

5. Puntuación monetaria

107. La puntuación monetaria de un soberano refleja el grado en el que sus autoridades monetarias pueden respaldar un crecimiento económico sostenible y atenuar los principales *shocks* económicos o financieros, apoyando así la calidad crediticia soberana. La política monetaria es una herramienta de estabilización de especial importancia para los soberanos que enfrentan *shocks* económicos y financieros. En consecuencia, podría ser un factor importante para retrasar o evitar un deterioro de la calidad crediticia soberana en períodos de estrés.

108. La puntuación monetaria de un soberano se deriva del análisis de los siguientes elementos:

- La capacidad del soberano para usar la política monetaria para hacer frente a las tensiones económicas internas, en particular, a través del control del suministro de la oferta monetaria y de las condiciones internas de liquidez.
- La credibilidad de la política monetaria, medida por las tendencias de la inflación.
- La efectividad de los mecanismos de transmisión de la política monetaria a la economía real, medida por la profundidad y la diversificación del sistema financiero y los mercados de capitales locales.

109. En un extremo del rango, una puntuación de '1' corresponde a los soberanos con una amplia flexibilidad monetaria donde la autoridad monetaria puede bajar las tasas de interés de manera efectiva o incluso expandir su balance significativamente, y por consiguiente flexibilizar las condiciones restrictivas de liquidez sin detonar presiones inflacionarias. Esta flexibilidad es verdadera solamente para las autoridades monetarias con una elevada credibilidad de las políticas percibidas en países con extensos y diversificados mercados crediticios y de capitales. Este tipo de amplia flexibilidad monetaria ofrece importantes beneficios para contener las crisis financieras y sus implicaciones para la calidad crediticia soberana.

110. En el otro extremo del espectro, una puntuación de '6' corresponde a un soberano que no tiene una flexibilidad monetaria significativa. Algunos ejemplos incluyen a los soberanos que usan la moneda de otro país, los que aplican extensivos controles cambiarios que afectan la cuenta corriente y los países con una inflación elevada persistente. Un soberano con estos rasgos restrictivos tiene una flexibilidad muy limitada o nula que afecta las condiciones de la economía local, incluyendo la liquidez, o tiene una trayectoria débil de cumplimiento de sus objetivos monetarios. Cuando un soberano no tiene una política monetaria independiente, las condiciones monetarias son determinadas en gran parte por factores fuera del control de las autoridades monetarias locales y, por consiguiente, no ofrecen ninguna protección significativa frente al estrés financiero interno.

111. La Tabla 9 a continuación presenta las características esperadas para cada categoría de puntuación entre 1 y 5 para este factor. La puntuación inicial del soberano se deriva de la mayoría de los sub-factores a), b), c) en cada nivel. Cuando no hay una mayoría, se basa en la puntuación promedio de esos sub-factores. La puntuación inicial puede ajustarse en una o dos categorías a la baja con base en los factores de ajuste listados en la tabla.

Tabla 9A. Evaluación de la puntuación monetaria de un soberano: Puntuación inicial de 1 a 5 <i>En una escala de 1 a 6, de más fuerte a más débil.</i>					
Puntuación inicial	1	2	3	4	5
a) Regimen cambiario (véase párrafo 112)					
Régimen cambiario nacional	Libre flotación ¶¶	Flotación¶¶	De libre flotación o flotación con una breve trayectoria o que enfrenta desafíos por el efecto de las tasas de interés sobre los flujos de capital, o controles diferentes a los convencionales.	Acuerdo de control convencional o control consistente con la política monetaria del país al que está vinculado.	Control fuerte (consejo monetario)¶¶
b) Credibilidad de la política monetaria (véanse párrafos 113 a 115)					
Independencia operativa y objetivos del banco central	Historial sólido y largamente establecida (>10 años) de total independencia operativa, objetivos claros de política monetaria. Amplio rango de instrumentos monetarios.	Historial de total independencia operativa. Instrumentos monetarios de mercado.	Independencia operativa amplia aunque con un historial más corto o menos seguro.	Independencia operativa pero más corta o menos segura que en mejores niveles de puntuación. Instrumentos monetarios de mercado pero la efectividad puede no estar probada en un escenario de desaceleración.	Independencia operativa limitada ya sea por la falta de un mecanismo efectivo de transmisión o por una percibida interferencia política.

Tabla 9B. Evaluación de la puntuación monetaria de un soberano: Puntuación inicial de 1 a 5
En una escala de 1 a 6, de más fuerte a más débil.

Puntuación inicial	1	2	3	4	5
c) Efectividad de los mecanismos de transmisión a través del sistema financiero y de los mercados de capitales (párrafos 116 y 117)					
Esta sub-puntuación es el promedio de los tres factores a continuación					
El gobierno central emite montos significativos de bonos a tasa fija en moneda local con:	Vencimiento original > 20 años, con tasas determinadas por el mercado, y un activo mercado secundario.	Vencimiento original > 10 años, con tasas determinadas por el mercado, y un activo mercado secundario.	Vencimiento original entre 5 y 10 años o > 10 años pero más de la mitad de la deuda está en manos de bancos residentes o entidades del sector público. Los vencimientos se pueden acortar en una crisis.	Vencimiento original inferior a 5 años o de entre 5 y 10 años, pero más de la mitad de la deuda está en manos de bancos residentes o entidades del sector público. Los vencimientos se pueden acortar en una crisis.	Vencimiento original inferior a 5 años, fuertes tenencias del sistema bancario residente, incluyendo el banco central o emisiones limitadas a tasa fija.
Activos en moneda local	> 100% del PIB	80 a 100% del PIB	60 a 80% del PIB	40 a 60% del PIB	< 40% del PIB
Capitalización de mercado*	> 75% del PIB	50 a 75% del PIB	50 a 25% del PIB	25 a 10% del PIB	< 10% del PIB

Tabla 9C. Evaluación de la puntuación monetaria de un soberano: Ajustes a las puntuaciones iniciales de '1' a '5' y puntuación monetaria de '6'
En una escala de 1 a 6, de más fuerte a más débil.

a) Factores de ajuste negativo sobre las puntuaciones monetarias 1 a 5

Los siguientes factores debilitan la puntuación monetaria en una categoría:

- Inflación promedio con base en los precios al consumidor de cinco años (t-1 a t+3) es negativa (deflación).
- Una proporción importante de depósitos o créditos denominados en moneda extranjera en paralelo con los denominados en moneda nacional (dolarización).
- El soberano es parte de una unión monetaria (véase párrafo 118).
- El soberano ha establecido restricciones cambiarias sobre los pagos y transferencias para transacciones internacionales en marcha o participa en acuerdos cambiarios discriminatorios.

El siguiente factor debilita la puntuación monetaria en dos categorías:

- El soberano es parte de una unión monetaria y presenta tendencias prolongadas de precios y salarios que divergen de manera importante del promedio de la unión monetaria (véase párrafo 118).

Además, la puntuación monetaria está topada en '4' si el promedio de la inflación de los precios al consumidor para un periodo de cinco años (t-1 a t+3) se sitúa entre 10% y 15%, y en '5' si se encuentra entre 15% y 20%.

Puntuación monetaria de '6'

Un soberano recibe una puntuación monetaria de '6' si sus condiciones monetarias son determinadas en gran parte por factores externos. Este sería el caso si se cumple alguno de los siguientes factores:

- El soberano utiliza unilateralmente la moneda de otro país como su moneda local, es decir, existe un acuerdo cambiario sin una moneda independiente de curso legal y sin acuerdo con el gobierno de la moneda anfitriona.
- Dolarización de depósitos o activos que excede el 75%.

Inflación promedio de precios al consumidor de cinco años (t-1 a t-3) superior a 20%.

Notas a las tablas 9A, 9B, y 9C:

* Fuente: Banco de Pagos Internacionales (BIS) – Instrumentos locales de renta fija (sectores público y privado)

¶ Definiciones del Sistema de Clasificación de Acuerdos Cambiarios del FMI. Aunque usamos esas definiciones, nuestra clasificación de países puede diferir a veces de la del FMI debido a la periodicidad de sus actualizaciones.

a) Capacidad de un soberano para usar la política monetaria y el régimen cambiario

112. Un soberano puede utilizar la política monetaria para abordar desequilibrios y *shocks* en su economía local sólo cuando controla la moneda dominante que se usa en las transacciones económicas y financieras locales. El régimen cambiario influye en la capacidad de las autoridades monetarias para conducir las políticas monetarias de manera efectiva ya que las metas monetarias podrían entrar en conflicto con los objetivos para sostener un cierto nivel del tipo de cambio. Entre más rígido sea el régimen cambiario, más probable es que esta desconexión impida la conducción de la política monetaria.

b) Credibilidad de la política monetaria y tendencias inflacionarias

113. Una política monetaria efectiva requiere instituciones creíbles que la conduzcan. Aunque la "credibilidad" no puede medirse objetivamente, hay algunos factores que en general hace que un banco central sea más creíble y, por consiguiente, que sea más efectivo en la conducción de sus políticas monetarias. La independencia operativa es importante para la formulación de políticas efectivas y para su implementación. En sí misma, la independencia de los bancos centrales no es una variable medible, pero usualmente va de la mano con características institucionales tales como la designación de los miembros del consejo de política monetaria para plazos definidos, la protección de los miembros del consejo ante la interferencia política y la independencia de los presupuestos de los bancos centrales dentro de los límites de los lineamientos aplicables del sector público. El tiempo que lleva en marcha la independencia es importante ya que revertir una política monetaria independiente podría volverse más difícil entre más arraigado esté dicho estatus.

114. Una política monetaria efectiva es otra base importante para la confianza en las autoridades monetarias. La confianza es crucial en un período de estrés, ya que permite a quienes formulan las políticas recurrir temporalmente a herramientas no convencionales para contrarrestar el impacto de los *shocks* económicos (por ejemplo, implementando una flexibilización cuantitativa sin detonar fuertes aumentos a las tasas de interés). Sin embargo, las autoridades monetarias con trayectorias débiles rara vez tienen esta flexibilidad.

115. Un indicador principal de la efectividad de la política monetaria es la inflación baja y estable, que es el objetivo primordial de la política monetaria moderna. Una inflación baja y estable es también un fundamento importante para la confianza en las monedas locales como depositarias de valor y para el desarrollo del sector financiero. En consecuencia, los soberanos que presenten una inflación de precios al consumidor persistentemente elevada recibirán la puntuación más débil (vea los factores de ajuste en la Tabla 9). Por otra parte, para los soberanos con el nivel más alto de flexibilidad monetaria, se espera que mantengan contenida la inflación (definida como un promedio anual de entre 0% y 3%).

c) Efectividad de la política monetaria y desarrollo de los mercados de capitales y sistema financiero

116. Un sistema financiero y los mercados de capitales son necesarios para transmitir las decisiones de política monetaria a la economía real, porque las herramientas de política monetaria, como la política de tasas de interés, los requerimientos de reservas o las operaciones de mercado abierto, funcionan a través de su influencia sobre los costos y las condiciones de financiamiento que los hogares y las empresas enfrentan. Esta influencia a menudo es débil cuando el sector financiero se encuentra en sus primeras etapas de desarrollo, cuando las condiciones de financiamiento son determinadas por medios administrativos o cuando prevalece el uso de moneda extranjera. Por el contrario, un mercado de capitales desarrollado permite operaciones de mercado abierto y un sistema financiero con transacciones en moneda local, facilitan al banco central la conducción de la política monetaria.

117. El desarrollo del sistema financiero y del mercado de capitales puede evaluarse mediante la evaluación de los siguientes factores:

- La capacidad del gobierno para emitir bonos en moneda local, a tasa fija y de largo plazo, a tasas determinadas por el mercado, lo que ofrece una indicación sobre la confianza en la liquidez a largo plazo de un mercado. Las mejores puntuaciones están asociadas con una mayor proporción de bonos a tasa fija en moneda local con vencimientos largos.
- La existencia de un mercado de dinero y un mercado de bonos corporativos activos, y un sistema bancario desarrollado. La disponibilidad de múltiples fuentes de financiamiento, tanto a través de los mercados de capitales como del sistema bancario, reduce los riesgos de una caída en el financiamiento cuando un canal se enfrenta a dificultades.
- La participación de intermediación bancaria en moneda local, porque las herramientas de la política monetaria son más efectivas si un país usa activamente su moneda local para transacciones económicas y financieras nacionales.

d) Caso de soberanos que pertenecen a una unión monetaria

118. La puntuación monetaria de los soberanos que pertenecen a una unión monetaria se deriva a través de un proceso de dos pasos. En primer lugar, se asigna una puntuación inicial que refleje nuestra opinión sobre la efectividad de la política monetaria de la unión en su conjunto, con base en las características que presentamos en la Tabla 9. En segundo lugar, proponemos bajar la puntuación inicial en una categoría para reflejar la menor flexibilidad que los miembros de una unión monetaria generalmente tienen en relación con los soberanos que cuentan con su propio banco central. En una unión monetaria, el banco central de la misma aplica su flexibilidad monetaria en beneficio de la zona en su conjunto y no a nivel de los estados miembros individuales. La puntuación podría bajar en dos categorías, en vez de una, cuando la economía de un soberano en una unión monetaria no está en sincronía con la zona en una gran parte y presenta tendencias prolongadas de precios y salarios que divergen ampliamente del promedio de la unión. En otras palabras, la posición de política monetaria de la unión iría en detrimento de la calidad crediticia de un soberano en particular.

119. En el caso de un soberano que deja una unión monetaria, la puntuación monetaria estaría basada en las características descritas en la Tabla 9.

D. Determinación de la calificación soberana en moneda local

120. La deuda en moneda local de un soberano puede tener una calificación más alta que su calificación en moneda extranjera. Históricamente, hemos observado tasas de incumplimiento más bajas de la deuda en moneda local en comparación con la deuda en moneda extranjera. Cualquier divergencia entre las calificaciones soberanas en moneda local y extranjera refleja lo que consideramos son los riesgos crediticios propios de cada tipo de deuda.

121. Uno podría preguntarse por qué las calificaciones soberanas en moneda local no son todas 'AAA' si los soberanos tienen amplias potestades dentro de sus fronteras, incluyendo la capacidad de imprimir dinero. La razón es que, si bien la capacidad de imprimir moneda local da al soberano una amplia flexibilidad, una gran dependencia de dicha postura monetaria expansiva podría alimentar el riesgo de una inflación muy alta o incluso, hiperinflación, lo que podría causar daños políticos y económicos más graves que la reestructuración de la deuda en moneda local. En tales casos, los soberanos pueden optar por incumplir sus obligaciones en moneda local.

122. La calificación soberana en moneda local se sitúa entre cero y dos niveles (*notches*) por arriba de la calificación soberana en moneda extranjera con base en los siguientes factores.

- Política monetaria independiente: Un gobierno tiene una mayor capacidad para pagar su deuda en moneda local que su deuda en moneda extranjera, solamente si puede manejar su moneda local de manera independiente. Si no hay controles cambiarios, puede hacerlo si puede establecer tasas de interés sin considerar el valor externo de su moneda.
- Profundidad de los mercados de capitales en moneda local. Un soberano tiene mayor capacidad para conducir su política monetaria entre más profundos sean sus mercados de capitales y más amplios sus mercados secundarios, incluyendo un activo mercado secundario de intermediación. Un incentivo importante para continuar pagando la deuda en moneda local cuando no se está pagando la deuda en moneda extranjera, es que la primera constituya una parte importante de los activos de fondos de pensiones locales, bancos y otras entidades del sector privado, lo que representa no solamente votantes, sino también elementos importantes de la economía local.
- Flexibilidad política y fiscal. Si las preocupaciones políticas o fiscales son la limitante dominante de la calificación, es menos probable que el soberano tenga suficiente flexibilidad para dar una mayor prioridad al servicio de sus obligaciones en moneda local.

123. La combinación de esos factores y el impacto sobre la calificación soberana en moneda local se detalla en la Tabla 10, a continuación.

Tabla 10. Ajuste al alza respecto de la calificación en moneda extranjera para determinar la calificación soberana en moneda local

Número de niveles (<i>notches</i>) §	Aplican todas las características indicadas
2 niveles	<p>Soberanos con:</p> <ul style="list-style-type: none"> ● Una política monetaria independiente que ha mantenido durante largo tiempo un tipo de cambio de libre flotación o con flotación* (excluyendo a los soberanos que pertenecen a una unión monetaria) y su moneda es ampliamente negociada.¶ ● Un mercado de deuda y renta fija activo en moneda local (con una capitalización que normalmente es superior a 20% del PIB y que cuenta con un activo mercado secundario). Ni la puntuación política ni la fiscal se encuentra en un nivel más débil que el promedio de las otras cuatro puntuaciones.
1 nivel	<ul style="list-style-type: none"> ● Una política monetaria independiente que ha mantenido durante largo tiempo un tipo de cambio de libre flotación o con flotación* (incluyendo a los soberanos que pertenecen a una unión monetaria con tipo de cambio variable o de libre flotación) o con un régimen cambiario manejado en transición hacia uno más flexible. ● Un mercado de deuda y renta fija activo en moneda local (con una capitalización que normalmente es superior a 10% del PIB y que cuenta con un activo mercado secundario). La puntuación fiscal se encuentra en no más de un nivel abajo que el promedio de las otras cuatro puntuaciones.
Diferencial cero	Otros soberanos
<p>Notas: *Excepto en los países donde la dolarización de los depósitos o activos rebasa el 50%, para los soberanos que aplican restricciones cambiarias sobre los pagos y transferencias para transacciones internacionales o que participan en acuerdos cambiarios discriminatorios, o para soberanos que han incumplido sobre su deuda en moneda local. ¶ Como lo refleja por tener una moneda listada en el volumen del mercado cambiario mundial en el reporte del Banco de Pagos Internacionales (BPI), "Triennial Central Bank Survey". § Cuando una calificación en moneda extranjera se mueve a la categoría 'CCC', indicando que existe un riesgo de incumplimiento en el corto plazo, hay una mayor visibilidad en los escenarios de incumplimiento entre las obligaciones en moneda extranjera y en moneda local de un soberano. En este caso, si Standard & Poor's no prevé que habría un incumplimiento del soberano en sus obligaciones en moneda local, mantendría la calificación en moneda local en la categoría de 'B', y de esta manera aumentaría el diferencial de escalones (<i>notching</i>).</p>	

124. **Consideraciones específicas de emisión.** Existen dos casos cuando nuestra calificación de un instrumento de deuda en moneda local podría diferir de la calificación soberana en moneda local:

- Cuando un gobierno emite un instrumento de deuda a pagar en moneda local, cuyo servicio de deuda se vincula a otra moneda. Esta emisión recibe la misma calificación que la deuda del soberano en moneda extranjera porque, en un escenario de estrés, esperamos que este tipo de deuda se comporte muy similar a la deuda en moneda extranjera, y que los tenedores de deuda intercambien los recursos del servicio de la deuda en moneda local a moneda extranjera. Un ejemplo típico de este tipo de instrumento fueron los "tesobonos" indexados al dólar estadounidense que el gobierno mexicano emitió en su mercado local en la década de 1990.
- Cuando un gobierno emite deuda en moneda local en los mercados globales de capitales y la documentación de la deuda indica que las obligaciones se clasifican en igualdad de condiciones (*pari passu*) con las obligaciones en moneda extranjera, Esta emisión recibe la misma calificación que a la deuda en moneda extranjera del soberano.

125. Sin embargo, el enfoque no se invierte para la deuda denominada en moneda extranjera emitida en los mercados locales. Dicha deuda recibe siempre una calificación en moneda extranjera. En general, la emisión de deuda en moneda extranjera disminuye la protección que un mercado local de capitales puede ofrecer contra *shocks* económicos y políticos. Observamos que dicha emisión a menudo indica la falta de confianza en la moneda local por parte de los inversionistas nacionales.

VII. APÉNDICES

Apéndice A: Glosario de indicadores clave y fuentes de información

126. Esta sección contiene definiciones breves de los términos económicos clave utilizados en las tablas 3 a la 10. La mayoría de estos indicadores se publican dos veces al año en "Sovereign Risk Indicators", así como en los reportes individuales anuales de cada soberano.

127. Standard & Poor's toma los datos para su análisis principalmente de fuentes nacionales y supranacionales. Los datos se encuentran en las cuentas de ingresos nacionales, las cuentas fiscales, las encuestas monetarias, la balanza de pagos y en la posición de inversión internacional, compilados por fuentes nacionales como las agencias nacionales de estadística, el banco central, la secretaría de hacienda o finanzas, u otros ministerios clave. Las fuentes supranacionales comúnmente incluyen Eurostat, los bancos centrales de las uniones monetarias, y las Estadísticas Financieras Internacionales del FMI.

Tabla 11. Glosario de indicadores clave en la Metodología de Calificaciones Soberanas de Standard & Poor's

Término	Definición
Puntuaciones económica y monetaria – Indicadores clave	
PIB per cápita (US\$)	Valor total de la producción económica local anual, expresado en dólares (US\$), dividido entre la población.
PIB real per cápita (% de cambio)	Cambio porcentual en el precio constante del PIB per cápita.
Índice de precios al consumidor (% de cambio)	Cambio porcentual promedio en el índice de precios de un conjunto representativo de bienes de consumo adquiridos regularmente por un hogar típico.
Activos internos (% de cambio)	Cambio porcentual en los activos de instituciones depositarias residentes (al cierre del año) sobre el sector privado residente y las empresas no financieras del sector público (ENFSPs). Puede incluir activos de instituciones residentes no depositarias, cuando estas sean de importancia sistémica.
Base monetaria	La base monetaria está conformada por la moneda local en circulación más los pasivos en moneda local de la autoridad monetaria con otras corporaciones de depósito. Estos últimos normalmente consisten de depósitos de estas instituciones depositarias en el banco central más los instrumentos del banco central que pueden usarse para cumplir con los requerimientos de reservas, aunque existen diferencias en las definiciones según el país.
Puntuación externa – Indicadores clave	
Ingresos de la cuenta corriente	= Recursos de la exportación de bienes y servicios + el ingreso de los factores ganados por los residentes de los no residentes + transferencias privadas y oficiales a los residentes de los no residentes. En donde: Ingreso de los factores = compensación de los empleados + el ingreso por inversiones ganado por residentes de no residentes.
Requerimientos de financiamiento externo bruto (% de los ingresos de la cuenta corriente más reservas utilizables)	= Requerimientos de financiamiento externo bruto / (Ingresos de la cuenta corriente + reservas utilizables) En donde: Requerimientos de financiamiento externo bruto = pagos de la cuenta corriente + deuda externa de corto plazo al cierre del año anterior + depósitos de no residentes al cierre del año anterior + vencimiento de la deuda externa de largo plazo durante el año. En nuestras proyecciones de requerimientos de financiamiento externo bruto, hacemos ajustes en los casos donde esperamos un cambio en la cartera de inversión, por el debilitamiento de los fundamentos económicos o cambios en los regímenes de repatriación de capitales o de impuestos.
Deuda externa neta en sentido estricto / ingresos de la cuenta corriente (%)	
	= Deuda externa neta en sentido estricto / Ingresos de la cuenta corriente. En donde: Deuda externa neta en sentido estricto = saldo de los créditos a los sectores público y privado en moneda extranjera y local de no residentes - activos externos líquidos En donde: Activos externos líquidos = reservas internacionales oficiales + otros activos líquidos del sector público en manos de no residentes + créditos del sector financiero residente a, depósitos con, o inversiones en entidades no residentes. El cálculo de la deuda externa neta en sentido estricto puede excluir la deuda externa de bancos extranjeros que no tienen activos financieros locales, cuando sean importantes.

Reservas	Las reservas son activos líquidos en moneda extranjera sobre no residentes (incluyendo oro) bajo control del banco central.
Reservas internacionales utilizables	= reservas internacionales – elementos que no están disponibles de inmediato para operaciones en moneda extranjera y para el repago de deuda externa.
	En donde:
	Elementos que no están disponibles de inmediato para operaciones en moneda extranjera y para el repago de deuda externa =
	reservas comprometidas como garantías para cualquier crédito, incluyendo las recompras de oro (a menos que el crédito venza en el plazo de un año)
	+ pérdidas a valor de mercado sobre las reservas vendidas por adelantado.
	+ reservas depositadas en instituciones financieras locales, incluyendo sucursales fuera del territorio nacional.
	+ reservas requeridas sobre depósitos en moneda extranjera de residentes. (Las reservas requeridas sobre depósitos de no residentes se incluyen en las reservas porque los depósitos de no residentes están inducidos en el indicador de deuda externa de corto plazo en el cálculo).
	+ base monetaria para soberanos que han adoptado un <i>currency board</i> (consejo monetario) o que durante mucho tiempo han tenido un tipo de cambio fijo a otra moneda (<i>fixed peg</i>) (porque la cobertura de reservas de la base es crítica para mantener la confianza en el vínculo del tipo de cambio)
Balanza de la cuenta corriente / ingresos de la cuenta corriente (%)	= balanza de la cuenta corriente/ ingresos de la cuenta corriente
	En donde:
	Balanza de la cuenta corriente = exportaciones de bienes y servicios – importaciones de los mismos + ingresos netos de factores de la producción + transferencias netas oficiales y privadas, como porcentaje de los ingresos de la cuenta corriente.
Pasivos externos netos (activos) / ingresos de la cuenta corriente (%)	= pasivos externos netos / ingresos de la cuenta corriente.
	En donde:
	Pasivos externos netos = (total de deuda externa + saldo de la inversión extranjera directa y de cartera) – (total de activos externos)
	En donde:
	Total de activos externos = reservas oficiales + otros activos del sector público en manos de no residentes + activos de instituciones financieras residentes en manos de no residentes + activos del sector no financiero residente en manos de no residentes + saldo de las inversiones directas y de cartera en el exterior.
Términos de intercambio	= precio de las exportaciones / precio de las importaciones
	En otras palabras, significa la cantidad de importaciones que pueden comprarse con los ingresos de la venta de una cantidad fija de exportaciones.
Puntuación fiscal – Indicadores clave	
Gobierno general	Agregado de los sectores de gobierno nacional, regional, y local, incluyendo seguridad social y otros beneficios definidos por los sistemas de pensiones del sector público, y excluyendo las transacciones intergubernamentales.
Cambio en la deuda del gobierno general como porcentaje del PIB	= (Deuda del gobierno general al cierre del año – deuda del gobierno general al cierre del año anterior) / PIB anual
	Para el cálculo del cambio en la deuda del gobierno general, se ajustan los siguientes renglones:
	- Los cambios en las reservas / depósitos en efectivo se deducen en el caso de gobierno que prefinanciaron déficits o que emiten deuda con el propósito de hacer presencia en el mercado más que de fondar el presupuesto.
	- Se deducen los cambios en la deuda derivados de condonaciones o reestructuras.
	- Cambios importantes en las tasas de cambio que no se espera que se repitan.
	- Se agregan actividades cuasi-fiscales que representan obligaciones tipo deuda (por ejemplo, arrendamientos, operaciones de financiamiento de proyectos).
Deuda neta del gobierno general / PIB (%)	= (Deuda bruta del gobierno general – activos financieros del gobierno general) / PIB
	La deuda bruta del gobierno general incluye la deuda de los administradores de activos del gobierno, usada para el rescate de bancos u otras entidades del sector privado.

Activos financieros del gobierno general	Activos financieros del gobierno general = depósitos del gobierno general en instituciones financieras (a menos que los depósitos sean una fuente de respaldo para la institución que los recibe). + tenencias minoritarias de fácil alcance de empresas incorporadas que son ampliamente negociadas + balances en fondos de seguridad social o pensiones definidas (o fondos de estabilización u otros fondos disponibles libremente) que son retenidos en depósitos bancarios, instrumentos muy negociables u otras formas líquidas. Los balances de fondos de pensiones de beneficios definidos invertidos en deuda gubernamental generalmente se excluyen de la deuda bruta si el gobierno controla el fondo, y por consiguiente, no se incluyen en los activos.
Deuda bruta del gobierno general / PIB (%)	= Deuda bruta incurrida por los gobiernos nacional, regional y local / PIB Obtenemos las tenencias internas, incluyendo seguridad social y las inversiones de fondos de pensiones del sector público de beneficios definidos en deuda gubernamental.
Intereses del gobierno general / ingresos del gobierno general (%)	Pagos de intereses de la deuda del gobierno general / ingresos del gobierno general
Servicio de la deuda del gobierno central / ingresos del gobierno central (%)	= intereses + repago de principal de la deuda del gobierno central / ingresos del gobierno central

Apéndice B. Aplicación de las definiciones de calificación de Standard & Poor's a soberanos que salen de un incumplimiento

128. Un soberano que lleva a cabo una reestructuración de deuda calificada como similar a un evento de incumplimiento en nuestros criterios (*distressed exchange*) recibiría una calificación de 'SD' (siglas en inglés para incumplimiento selectivo. Vea "Criterios: Implicaciones para las calificaciones de canje y reestructuras de deuda similares", publicado el 2 de septiembre de 2010). Sin embargo, la salida de una situación de incumplimiento también puede ser un proceso complejo para el soberano. Las reestructuras de deuda soberana normalmente se realizan mediante ofertas de intercambio que rara vez "cuadran los libros" sobre la deuda reestructurada. Por varias razones, que van desde la dificultad en contactar a todos los tenedores de la deuda hasta rechazos de parte de quienes buscan que el pago se realice en los términos originales, hemos observado que la participación en un intercambio desventajoso de deuda soberana generalmente no llega a 100%. Esta situación contrasta con las reestructuraciones de deuda corporativa en Estados Unidos y en muchas otras jurisdicciones, donde todas las obligaciones son normalmente cubiertas en la reorganización tras la bancarrota. En una reorganización corporativa tras salir de una situación de quiebra, se debe continuar pagando la deuda o enfrentar la perspectiva de una solicitud involuntaria de bancarrota.

129. Menos común entre los incumplimientos soberanos es el repudio de la deuda, que a menudo ocurre después de un cambio revolucionario de gobierno (como sucedió en la Unión Soviética en 1917, China en 1949, y Cuba en 1960). Standard & Poor's no asume posición alguna sobre si son apropiados o no los incumplimientos de deuda gubernamental, los repudios, y situaciones similares. Tampoco opina sobre el curso de las negociaciones (o la ausencia de ellas) entre acreedores y el gobierno para solucionar la situación de deuda que ha sido repudiada, o sobre los parámetros de cualquier acuerdo entre acreedores y gobierno. En lugar de eso, Standard & Poor's coloca las obligaciones que se incumplieron en "incumplimiento selectivo" pero su calificación de riesgo crediticio del emisor refleja su opinión actual sobre la calidad crediticia de un gobierno soberano sobre una base prospectiva. Se analizan los incumplimientos históricos en la medida en que sugieren cómo los riesgos políticos y económicos pueden afectar la toma de decisiones de un soberano en el futuro.

130. En general, las calificaciones soberanas de Standard & Poor's se aplican solamente a la deuda reconocida como propia por el gobierno actual. Sin embargo, incluso si no hay una solución del incumplimiento mediante los tribunales o las partes involucradas, Standard & Poor's eventualmente retirará las calificaciones de incumplimiento con base en las menores perspectivas de solución o la falta de relevancia de dichas calificaciones en el contexto del mercado. Por ejemplo, Standard & Poor's no califica la deuda directa y garantizada emitida por el gobierno de China antes de la fundación de la República Popular de China en 1949 porque calificamos China por primera vez en 1992, mucho tiempo después de que el nuevo gobierno repudió la deuda anterior a 1949.

Apéndice C. Ejemplo de la aplicación de la metodología para un soberano que recibe financiamiento oficial

131. El párrafo 34 explica que el efecto de este financiamiento oficial sobre la calificación del gobierno receptor se refleja en tres de los cinco factores clave de calificación: la puntuación política (véase la subsección VI.C.1e), la puntuación externa (véase la subsección VI.C.3.e) y la puntuación fiscal (véanse el párrafo 96 y la Tabla 7). El propósito de este apéndice es ilustrar este enfoque mediante un ejemplo. El ejemplo a continuación ilustra un caso de programa de apoyo fiscal que tiene por objetivo cubrir las necesidades de refinanciamiento de un gobierno (a diferencia de un caso de apoyo para la balanza de pagos que busca ocuparse de las presiones de financiamiento externo de un país).

132. El soberano X tiene una economía relativamente próspera pero de lento crecimiento (lo que nos lleva a una puntuación económica de '3'). Muestra desequilibrios externos muy significativos (indicando una puntuación externa de '6'), grandes déficits fiscales y un nivel muy alto de la deuda (puntuación fiscal de '4'). El soberano X enfrenta un marcado aumento en sus costos de fondeo y está teniendo dificultades para refinanciar su deuda a un costo sostenible. En este contexto, se beneficia con el crédito a un menor costo de una institución pública internacional que cubra sus necesidades de refinanciamiento para los próximos tres años. El acceso continuo a este crédito implica algunas condiciones, tales como que el soberano X se compromete a implementar una serie de reformas económicas y a tomar medidas de consolidación fiscal. El efecto de este programa de apoyo sobre la calificación 'A' del soberano puede seguir los siguientes escenarios diferentes:

- Escenario 1. Consideramos que este programa mejora la previsibilidad y efectividad de la formulación de políticas de X. Afecta positivamente su puntuación política que se evaluó en '3' con base en la Tabla 3. Al mismo tiempo, estimamos que X probablemente cumplirá con las condiciones establecidas en el crédito, que cubre sus necesidades de refinanciamiento durante los próximos dos a tres años. Como resultado, su puntuación de deuda es '5' con base en la Tabla 7. Es poco probable que la liquidez externa mejore de manera suficiente como para tener un impacto en la puntuación externa de '6'. En este caso, el nivel de calificación indicativo de X parece ser 'bb' en la Tabla 2 (antes de cualquier ajuste excepcional).
- Escenario 2. Consideramos que el compromiso del soberano X con este programa no es creíble para los inversionistas o la población, de manera que los resultados de las políticas o el acceso al financiamiento se vuelve más incierto. Esto se reflejó en la puntuación política de '4' con base en la Tabla 3, mientras que la puntuación de deuda es de '6' de acuerdo con la Tabla 7. Es poco probable que la liquidez externa mejore de manera suficiente como para tener un impacto en la puntuación externa de '6'. En este caso, el nivel de calificación indicativo de X parece ser 'b' en la Tabla 2 (antes de cualquier ajuste excepcional).

CRITERIOS Y ANÁLISIS RELACIONADOS

- Solicitud de Comentarios: Metodología y supuestos para Calificar Gobiernos Soberanos, 26 de noviembre de 2010
- Principios de las Calificaciones Crediticias, 4 de abril de 2011
- Introducción a las calificaciones de recupero soberano (recuperación soberana), 14 de junio de 2007
- Calificaciones Crediticias Soberanas: Un resumen, 29 de mayo de 2008
- *Sovereign Defaults at 26-Year Low, To Show Little Change in 2007*, 18 de septiembre de 2006
- *Sovereign Defaults and Rating Transition 2010 Update*, 23 de febrero de 2011
- Entendiendo las definiciones de Calificaciones de Standard & Poor's, 3 de junio de 2009
- *Credit Stability Criteria*, 3 de mayo de 2010
- *The Time Dimension Of Standard & Poor's Credit Ratings*, 22 de septiembre de 2010
- *Assessing The Impact Of Natural Disasters On Sovereign Credit Ratings*, 14 de junio de 2010

- *Methodology: Banking Industry Country Risk Assessments*, 6 de junio de 2006
- *Global Aging 2010: An Irreversible Truth*, 7 de octubre de 2010
- Diferenciales de calificaciones soberanas en moneda extranjera y local, 19 de octubre de 2005
- *Rating Sovereign-Guaranteed Debt*, 6 de abril de 2009
- *Bank Capital Methodology And Assumptions*, 6 de diciembre de 2010
- Criterios: Implicaciones para las calificaciones de canje y reestructuras de deuda similares, 2 de septiembre de 2010
- *Request for Comment: Methodology For Determining Banking Industry Country Risk Assessments*, 13 de mayo de 2010
- Criterios: Entidades relacionadas con el gobierno (ERGs), 2 de septiembre de 2010
- Stand-Alone Credit Profiles: One Component Of A Rating, 1 de octubre de 2010

Estos criterios representan la aplicación específica de los principios fundamentales que definen las opiniones de calificación y el riesgo crediticio. Su uso está determinado por los atributos específicos de una emisión o emisor, así como por la evaluación de Standard & Poor's Ratings Services sobre los riesgos crediticios, y de ser aplicable, los riesgos estructurales para la calificación específica de una emisión o emisor. La metodología y los supuestos pueden cambiar como resultado de condiciones económicas y de mercado, por factores específicos del emisor o emisión, o por nueva evidencia empírica que afecte nuestra evaluación crediticia.

Contactos adicionales:

Marie Cavanaugh, Nueva York (1) 212-438-7343; marie_cavanaugh@standardandpoors.com
 Olga Kalinina, CFA, Nueva York (1) 212-438-7350; olga_kalinina@standardandpoors.com
 KimEng Tan, Singapur (65) 6239-6350; kimeng_tan@standardandpoors.com
 Christian Esters, CFA, Frankfurt (49) 69-33-999-242; christian_esters@standardandpoors.com
 Kai Stukenbrock, Frankfurt (49) 69-33-999-247; kai_stukenbrock@standardandpoors.com
 Frank Gill, Londres (44) 20-7176-7129; frank_gill@standardandpoors.com
 Ivan Morozov, Londres (44) 20-7176-7159; ivan_morozov@standardandpoors.com

Copyright © 2011 por Standard & Poor's Financial Services LLC (S&P). Todos los derechos reservados. Ninguna parte de esta información puede ser reproducida o distribuida en forma alguna y/o por medio alguno, ni almacenada en una base de datos o sistema de recuperación de información sin autorización previa por escrito de S&P. S&P, sus filiales y/o sus proveedores tienen derechos de propiedad exclusivos en la información, incluyendo las calificaciones, análisis crediticios relacionados y datos aquí provistos. Esta información no debe usarse para propósitos ilegales o no autorizados. Ni S&P, ni sus filiales ni sus proveedores o directivos, funcionarios, accionistas, empleados o agentes garantizan la exactitud, integridad, oportunidad o disponibilidad de la información. S&P, sus filiales o sus proveedores y directivos, funcionarios, accionistas, empleados o agentes no son responsables de errores u omisiones, independientemente de su causa, de los resultados obtenidos a partir del uso de tal información. S&P, SUS FILIALES Y PROVEEDORES NO EFECTÚAN GARANTÍA EXPLÍCITA O IMPLÍCITA ALGUNA, INCLUYENDO, PERO SIN LIMITACIÓN DE, CUALQUIER GARANTÍA DE COMERCIALIZACIÓN O ADECUACIÓN PARA UN PROPÓSITO O USO EN PARTICULAR. En ningún caso, S&P, sus filiales o sus proveedores y directivos, funcionarios, accionistas, empleados o agentes serán responsables frente a terceros derivada de daños, costos, gastos, honorarios legales o pérdidas (incluyendo, sin limitación, pérdidas de ingresos o de ganancias y costos de oportunidad) directos, indirectos, incidentales, punitivos, compensatorios, ejemplares, especiales o consecuenciales en conexión con cualquier uso de la información contenida aquí incluso si se advirtió de la posibilidad de tales daños.

Las calificaciones y los análisis crediticios relacionados de S&P y sus filiales y las declaraciones contenidas aquí son opiniones a la fecha en que se expresan y no declaraciones de hecho o recomendaciones para comprar, mantener o vender ningún instrumento o para tomar decisión de inversión alguna. S&P no asume obligación alguna de actualizar toda y cualquier información tras su publicación. Los usuarios de la información contenida aquí no deben basarse en ella para tomar decisiones de inversión. Las opiniones y análisis de S&P no se refieren a la conveniencia de ningún instrumento o título-valor. S&P no actúa como fiduciario o asesor de inversiones. Aunque S&P ha obtenido información de fuentes que considera confiables, no realiza tareas de auditoría ni asume obligación alguna de revisión o verificación independiente de la información que recibe. S&P mantiene ciertas actividades de sus unidades de negocios independientes entre sí a fin de preservar la independencia y objetividad de sus respectivas actividades. Como resultado de ello, algunas unidades de negocio de S&P podrían tener información que no está disponible a otras de sus unidades de negocios. S&P ha establecido políticas y procedimientos para mantener la confidencialidad de la información no pública recibida en relación a cada uno de los procesos analíticos.

S&P Ratings Services recibe un honorario por sus servicios de calificación y por sus análisis crediticios relacionados, el cual es pagado normalmente por los emisores de los títulos o por suscriptores de los mismos o por los deudores. S&P se reserva el derecho de diseminar sus opiniones y análisis. Las calificaciones y análisis públicos de S&P están disponibles en sus sitios web, www.standardandpoors.com / www.standardandpoors.com.mx / www.standardandpoors.com.ar / www.standardandpoors.com.br (gratuitos) y en www.ratingsdirect.com y www.globalcreditportal.com (por suscripción) y podrían distribuirse por otros medios, incluyendo las publicaciones de S&P y por redistribuidores externos. Información adicional sobre los honorarios por servicios de calificación está disponible en www.standardandpoors.com/usratingsfees.

Ratings Services recibe un honorario por sus servicios de calificación. Tal compensación es pagada normalmente por los emisores de los títulos o por terceras partes que participan en la consiguiente colocación de los mismos. Sin perjuicio de que Standard & Poor's se reserva el derecho de difundir la calificación, no recibe ningún honorario o comisión por hacerlo, excepto los casos de suscripciones a sus publicaciones. Información adicional sobre nuestros honorarios por servicios de calificación está disponible en www.standardandpoors.com/usratingsfees.